

VERDIPAPIRFORETAKENES RAPPORTERINGSPLIKT

EN ANALYSE OG VURDERING AV VERDIPAPIRFORETAKENES RAPPORTERINGSPLIKT VED MISTANKE OM INNSIDEHANDEL ELLER MARKEDSMANIPULASJON

Kandidatnummer: 335

Veileder: Knut Bergo

Leveringsfrist: 27. november 2006

Til sammen 16854 ord

23.11.2006

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>1</u>
1.1	Tema for avhandlingen	1
1.2	Presisering og avgrensning	2
1.3	Faktisk bakgrunn for lovens tiltak mot innsidehandel og markedsmissbruk	3
1.4	Kort om verdipapirforetakene	4
1.5	Avhandlingens systematikk	7
<u>2</u>	<u>RETTSKILDER</u>	<u>8</u>
2.1	Aktuelle rettskilder	8
2.1.1	Lov, forskrift, forarbeider og rettspraksis	8
2.1.2	Utenlandske kilder	9
2.1.3	Forvaltningspraksis	10
<u>3</u>	<u>KORT OM BEGREPENE INNSIDEHANDEL OG MARKEDSMANIPULASJON</u>	<u>11</u>
3.1	Generelt	11
3.2	Innsidehandel	12
3.3	Markedsmanipulasjon	15
3.4	Straff	19
<u>4</u>	<u>RAPPORTERINGSPLIKTEN I ET SAMFUNNSPERSPEKTIV</u>	<u>21</u>
4.1	Generelt om anmeldelsesplikt	21

4.2	Forholdet til selvinkrimineringsprinsippet	23
<u>5</u>	<u>NÆRMERE OM INNHOLDET I VPHL. § 2-11</u>	<u>25</u>
5.1	Generelt – legislative hensyn	25
5.2	Generelle vilkår	26
5.2.1	Stedlig virkeområde	26
5.2.2	Kretsen av rapporteringspliktige	27
5.2.3	Saklig virkeområde	34
5.2.4	Tilknytningskrav	37
5.2.5	Rapporteringspliktens inntreden	38
5.3	Taushetsplikt	44
5.4	Rapporteringspliktens forhold til øvrig taushetsplikt	46
5.5	Kompetent myndighet og meldingens innhold	48
5.6	Straff	51
<u>6</u>	<u>AVSLUTTENDE REFLEKSJONER</u>	<u>54</u>
<u>7</u>	<u>LITTERATURLISTE</u>	<u>56</u>

1 INNLEDNING

1.1 Tema for avhandlingen

Det ble i 2005 foretatt en rekke endringer i verdipapirhandelloven (vphl.). En av endringene som ble gjort var innføringen av en rapporteringsplikt ved mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon. Bestemmelsen ble plassert i lovens § 2-11, og har følgende ordlyd:

§ 2-11. Rapporteringsplikt

Den som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter, skal straks rapportere til Kredittilsynet hvis det foreligger rimelig grunn til mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon i tilknytning til slike transaksjoner. Departementet kan i forskrift bestemme at første punktum bare skal gjelde verdipapirforetak og kredittinstitusjoner.

Den som rapporterer etter første ledd, skal ikke informere noen andre om at melding er eller vil bli inngitt.

Opplysninger som i god tro meddeles Kredittilsynet etter første ledd, er ikke brudd på noen form for taushetsplikt og gir ikke grunnlag for erstatning eller straff.

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om oversendelse av opplysninger til Kredittilsynet og om rapportering etter denne bestemmelsen.

Tema for denne avhandlingen er en analyse og vurdering av verdipapirforetakenes rapporteringsplikt etter vphl. § 2-11. Verdipapirforetakene har med innføringen av rapporteringsplikten blitt pålagt en mer aktiv rolle i forbindelse med arbeidet mot uønsket markedsatferd. Det var tidligere opp til den enkelte å bestemme om han ville rapportere inn eventuelle mistenkelige transaksjoner til de kompetente myndigheter. Siden lovens

ikrafttredelse 1. september 2005 og frem til 1. september 2006 er det foretatt i overkant av åtte millioner transaksjoner gjennom Oslo Børs, og av disse har fem tilfeller blitt innrapportert som mistenkelige fra verdipapirforetakene¹.

Bestemmelsen reiser en rekke interessante problemstillinger; både med tanke på de generelle vilkårene for rapporteringsplikten inntreden og andre tilstøtende problemstillinger. Avhandlingen legger opp til en rettsdogmatisk analyse av bestemmelsens vilkår, samt en vurdering av dette opp mot EØS-direktivene og tilstøtende problemstillinger.

1.2 Presisering og avgrensning

Det er rapporteringsplikten ved mistanke om innsidehandel og markedsmanipulasjon som er gjenstand for behandling i denne avhandlingen. Begrepene innsidehandel og markedsmanipulasjon reiser isolert sett en rekke interessante problemstillinger. Det vil imidlertid føre for langt i forhold til avhandlingens tema å foreta en grundig drøftelse av dette, og innsidehandel og markedsmanipulasjon vil derfor bli behandlet i begrenset utstrekning av hensyn til helheten i oppgaven. Det må videre avgrenses mot den strafferettslige delen av rapporteringsplikten. Jeg skal knytte noen betraktninger til strafferammen og straffeutmålingen ved overtredelse av rapporteringsplikten, men de subjektive og objektive straffbarhetsvilkårene vil ikke bli behandlet i det hele tatt. Heller ikke mulig erstatningskrav som følge av rapporteringsplikten behandles.

Rapporteringsplikten etter vphl. § 2-11 er i forskrift begrenset til å gjelde kun for verdipapirforetak og kredittinstitusjoner, jfr. kapittel 5.2.2. Fokuset i avhandlingen vil, som det fremgår av tittelen, rettes mot verdipapirforetakenes rapporteringsplikt. Bakgrunnen for dette er at disse foretakene står i en særstilling i forhold til de øvrige aktørene i

¹ Tall oppgitt av Kredittilsynet. Se for øvrig kapittel 5.

verdipapirmarkedet, og det kan være interessant å se på hvordan de har innrettet seg i forhold til vphl. § 2-11, og om rapporteringsplikten er egnet i forhold til disse foretakene.

Jeg bemerker at det er den ulovlige innsidehandel rapporteringsplikten retter seg mot. Det må derfor avgrenses mot primærinnsidernes handler og eventuell meldeplikt som følge av disse.

1.3 Faktisk bakgrunn for lovens tiltak mot innsidehandel og markedsmisbruk

Bakgrunnen for innføringen av rapporteringsplikten i vphl. ved mistanke om innsidehandel og markedsmisbruk er vedtakelsen av Markedsmisbruksdirektivet (MAD) i EU, som er en del av EUs Financial Services Action Plan (FSAP). FSAP er en omfattende handlingsplan publisert av EU-kommisjonen i 1999, og den består av 42 ulike tiltak som har til hensikt å skape et reelt og integrert indre marked for finansielle tjenester. Integreringen av finansmarkedene og en effektivisering av lovgivningsprosessen for finansmarkedene² har for øvrig vært et av EUs hovedsatsningsområder de senere årene. Det er antatt i en rapport utarbeidet for EU-kommisjonen i 2002 at et fullstendig integrert europeisk verdipapirmarked vil innebære en økning i Fellesskapets BNP på om lag 0,5 prosent over de neste ti årene, noe som tilsvarer rundt 130 milliarder euro i økt verdiskapning. Også sysselsettingen er ventet å øke med om lag 0,5 prosent som følge av dette. MAD er altså en del av en større felles-europeisk handlingsplan som har som formål å skape et mer homogent felles marked for finansielle tjenester, og effektivisere bekjempelsen av aktuelle

² Lamfalussy prosessen.

og fremtidige problemer enhver regulert markedsplass står overfor.³ Som en følge av Norges EØS-rettslige forpliktelser er direktivet implementert i norsk rett.⁴

Bekjempelse av økonomisk kriminalitet har for øvrig blitt høyt prioritert fra norske myndigheters side over lang tid. De tiltakene som nå er innført vil være nye og nyttige virkemidler for regjeringen til å oppnå sine uttalte målsetninger i Regjeringens handlingsplan mot økonomisk kriminalitet.⁵

1.4 Kort om verdipapirforetakene

Det fremgår av vphl. § 1-3 første ledd at et verdipapirforetak er et ”foretak som yter investeringstjenester”, og det gis en ytterligere presisering av begrepet investeringstjenester i vphl. § 1-2 første ledd. Verdipapirforetakene kan formidle handler i finansielle instrumenter både på og utenfor børs eller annen autorisert markedsplass, men det er bare ved handel i slike regulerte markeder at rapporteringsplikten inntreffer for foretakene, jfr. vphl. § 2-1 første ledd 1. pkt. Det å yte investeringstjenester på forretningsmessig basis er i utgangspunktet en konsesjonsbelagt virksomhet, og det er kun foretak med tillatelse fra

³ Se Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet m.v.) kapittel 2 og MADs fortale for en videre redegjørelse for dette.

⁴ Det følger av dualitetsprinsippet at direktivet i utgangspunktet må implementeres i norsk rett ved en intern rettsakt for at den skal få direkte betydning som norsk lov. I forhold til en rekke av våre folkerettslige forpliktelser, deriblant noen av våre forpliktelser etter EØS-avtalen, må man imidlertid legge til grunn en mer monistisk innfallsvinkel. Jeg behandler ikke dette eller EØS-direktivenes direktevirkning som rettskildefaktor i norsk rett videre her. Se bl.a. Eckhoff (2001) s. 317 flg. for en redegjørelse rundt denne problematikken.

⁵ Hovedmålsetningene i Regjeringens handlingsplan mot økonomisk kriminalitet kan deles inn i tre, jfr. planens punkt 3. De tre punktene er forebygging, avdekking og hurtig og effektiv oppfølging av økonomisk kriminalitet. Handlingsplanen er tilgjengelig på justisdepartementets nettsider:

<http://odin.dep.no/jd/norsk/publ/handlingsplaner/012005-994005/index-dok000-b-n-a.html>

kompetent myndighet som kan utføre slike tjenester.⁶ Vilkårene for å utføre slike tjenester er gitt i lovens kapittel 7.⁷

Det følger av § 2-11 første ledd, jfr. forskrift av 1. juli 2005 nr. 785 Forskrift om markedsmissbruk og rapportering av mistenkelige transaksjoner § 1-1 tredje ledd, at *”forskriften § 3-1 gjelder for verdipapirforetak og kredittinstitusjoner, herunder disse virksomhetenes ansatte”*. Etter dette så vil både verdipapirforetakene som sådanne og alle deres ansatte omfattes av rapporteringsplikten. En dypere drøftelse av pliktsubjektene etter vphl. § 2-11, og forskriften gitt i medhold av bestemmelsen, foretas i kapittel 5.2.2. Slik kretsen av pliktsubjekter er definert i forskriften så vil, i tillegg til verdipapirforetakene som sådanne, meglerne som aktivt forvalter investorporteføljer og legger inn handelsordrer, foretakets analytikere, corporate avdeling, compliance avdeling⁸ og back office ansatte være underlagt en individuell rapporteringsplikt. Sann sett kan man altså ikke omgå rapporteringsplikten kun ved å hevde at man ved sin funksjon i foretaket ikke har befatning med handelen, eller at det er truffet tiltak for å hindre flyt av sensitiv informasjon, som for eksempel chinese walls⁹, mellom avdelingene.

Bakgrunnen for at det er verdipapirforetakene jeg behandler i denne avhandlingen er som nevnt deres sentrale rolle ved handler i finansielle instrumenter over børs, og den nære

⁶ Det er for tiden 75 foretak som har fått innvilget konsesjon av Kredittilsynet til å operere som verdipapirforetak. Se Kredittilsynets nettsider: <http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?p=1185>

⁷ En videre redegjørelse for verdipapirforetakene gis i NOU 1995:1 Investeringsforetak s. 51-52 og 127-129, Ot.prp. nr. 15 (1995-96) Om lov om endringer i lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel mv. s. 15-17 og s. 91 og Bergo (2004) s. 144 flg.

⁸ Compliance avdelingen er den avdelingen i verdipapirforetaket som har ansvaret for at virksomheten drives i henhold til lover og regler. Det er de som ofte står for innrapportering og korrespondanse med tilsynsmyndighetene.

⁹ Chinese walls er en betegnelse som ble tatt i bruk i USA etter børskrakket på Wall Street i 1929. Tanken er at det skal opprettes en kommunikasjonsbarriere mellom de ulike delene av bedriften for å begrense informasjonsflyten mellom visse avdelinger, og på den måten unngå mulige og sannsynlige interessekonflikter.

tilknytningen deres ansatte har med investorene i markedet. All handel må foregå gjennom medlemmer av Oslo Børs¹⁰, og verdipapirforetakene formidler en vesentlig del av den handelen som skjer der. De er i så måte en nødvendig støttespiller for de investorene som skal handle, og i mange tilfeller er det knyttet tette bånd mellom investor og foretak. Det interessante ved dette er at ved siden av den lovpålagt og kontraktsfestede taushetsplikten er det en kultur for hemmelighold av klientrelasjoner i finansbransjen.¹¹ Verdipapirforetak som ikke respekterer dette vil fort kunne tenkes å miste nødvendig kredibilitet i bransjen, og muligens også sitt kundegrunnlag. Hvis man rapporterer inn en mistanke om innsidehandel eller kursmanipulasjon er det en sannsynlighet for at kunden ikke ønsker å benytte seg av vedkommendes tjenester mer. En stor kunde vil ofte generere mye penger for verdipapirforetakene i form av kurtasje eller annen provisjon fra rådgivning i forbindelse med emisjoner, børsnoteringer, fusjoner, oppkjøp og lignende, og meglernes lønninger vil være direkte avhengig av hvor mye de bringer inn.¹² Det kan videre få store ringvirkninger dersom man får rykte på seg for å ikke være lojal mot klienten; både i form av at man mister eksisterende kunder og at man ikke lenger besitter de nødvendige forutsetningene for å bygge et solid kundegrunnlag. Meglerne har altså et personlig insitament til ikke å rapportere inn sine klienter til Kredittilsynet. Ved å rapportere inn mistanker om straffbare forhold som ikke direkte har konsekvenser for dem selv kan de bli utsatt for omfattende uformelle sanksjoner som medfører inntektstap for dem, og det kan fort bli snakk om store summer selv for den enkelte.¹³

¹⁰ Jfr. børsloven § 5-4.

¹¹ Se Axelsen og Hopnes (2005) for videre betraktninger rundt dette.

¹² Det har den siste tiden vært en markant endring i meglernes inntektsgrunnlag. Før kom hovedtyngden av deres inntekter inn i form av kurtasje som følge av handel i forskjellige finansielle instrumenter. Marginene ved kjøp og salg av finansielle instrumenter er imidlertid konkurrert betraktelig ned, og de to største inntektene kommer nå fra aktiv forvaltning og emisjons- og rådgivningsoppdrag.

¹³ Det har vært en eksplosjonsartet utvikling i verdipapirhandelen på Oslo Børs ASA de senere årene, og meglerlønningene har følgelig steget tilsvarende. Det ble i 2005 delt ut 2,3 milliarder bonuskroner i bransjen, og enkelte meglere tok alene ut en lønn på godt over 25 millioner kroner. Se avisartikler <http://n24.no/naeringsliv/article1456916.ece> og <http://n24.no/naeringsliv/article1441774.ece> og Oslo Børs årsrapport 2005 for mer om dette.

1.5 Avhandlingens systematikk

Avhandlingens hoveddel legger som nevnt innledningsvis opp til en rettsdogmatisk analyse av rapporteringsplikten etter vphl. § 2-11 på bakgrunn av gjeldende juridisk metode.

Analysen av bestemmelsens materielle innhold finner sted i avhandlingens kapittel 5.

Begrepene innsidehandel og markedsmanipulasjon vil av hensyn til avhandlingens helhet kort bli behandlet i kapittel 3. Hensikten med dette er å knytte problematikken rundt disse begrepene opp mot rapporteringsplikten, og på den måten belyse vanskelige sider ved den vurderingen som må foretas etter vphl. § 2-11. Det er også en rekke tilknyttede problemstillinger til rapporteringsplikten. Disse vil bli behandlet i oppgaven etter hva som er hensiktsmessig. Avslutningsvis vil jeg kort knytte noen kommentarer til rapporteringsplikten i praksis siden dens ikrafttredelse.

2 RETTSKILDER

2.1 Aktuelle rettskilder

2.1.1 Lov, forskrift, forarbeider og rettspraksis

Formell lov er den primære rettskilden for innholdet i rapporteringsplikten i vphl. § 2-11. Forpliktelsene i MAD er implementert i norsk rett ved intern rettsakt, og det er lovteksten slik den er kommet til uttrykk i vphl. § 2-11 som vil være det naturlige utgangspunkt for enhver lovanvender på veien mot den faktiske rettsregel. Det er grunn til å bemerke at vphl. § 2-11 er et straffebud. Dette medfører at legalitetsprinsippet vil fungere som en skranke for hvorvidt det endelige tolkningsresultat kan fravike fra ordlyden i bestemmelsen, og ordlyden må som en følge av det tillegges større vekt enn hva som kan være tilfelle for andre bestemmelser som ikke er belagt med straff.¹⁴ Det kan også være nyttig å trekke paralleller til hvitvaskingsregelverket. På dette området har verdipapirforetakene hatt rapporteringsplikt ved mistanke om hvitvasking i vel ti år, og erfaringer fra dette området kan ha en viss overføringsverdi til rapporteringsplikten i vphl. § 2-11.

Forskriftene som er utarbeidet i medhold av vphl. § 2-11 første og fjerde ledd og forarbeidene til bestemmelsen vil begge være en nyttig og nødvendig veiviser ved lesing av lovteksten. Forskriften foretar en ytterligere presisering av noen av enkelthetene i lovteksten, og forarbeidene kan bidra til å kaste lys over lovkonsipistenes vilje ved tolkingen av bestemmelsen. Også andre lovers forarbeider kan være aktuelle hjelpemidler dersom man støter på tvilsomme tolkingstilfeller. Som nevnt i innledningskapittelet så trådte loven i kraft 1. september 2005. Det er siden den tid ikke vært forelagt noen saker for rettssystemet som omhandler rapporteringsplikten, og det er følgelig ikke etablert noen veiledende rettspraksis på området.

¹⁴ Se Eckhoff (2001) s. 127 for en nærmere redegjørelse av utvidende og analogisk tolking på legalitetsprinsippets område.

2.1.2 Utenlandske kilder

Eckhoffs rettskildeterminologi anerkjenner ikke fremmed rett som en selvstendig rettskildefaktor, men det påpekes at internasjonale kilder kan være relevante gjennom henvisninger i de øvrige rettskildefaktorene.¹⁵ Uavhengig av om man betrakter utenlandske kilder som en selvstendig rettskildefaktor eller ikke så vil direktivene som lovendringene i vphl. bygger på få betydning for lovanvenderne. Etter det såkalte presumsjonsprinsippet så formodes norsk rett å være i overensstemmelse med folkeretten, og selve poenget med prinsippet er at man ved tolkning av den interne retten skal forsøke å unngå løsninger som er i konflikt med folkeretten. Jeg bemerker at presumsjonsprinsippet også får anvendelse i forhold til EØS-avtalen.¹⁶ På den måten ser vi at de utenlandske kildene vil ha en viss relevans ved tolkning av bestemmelsene i vphl. Dersom EØS-direktivene har tatt standpunkt til en problemstilling som ikke har kommet til uttrykk i den interne lovgivningen, så bør man søke å komme frem til tolkningsresultater som er i samsvar. En direktivkonform lovtolkning er uansett nødvendig for å oppfylle direktivets målsetninger om et effektivt og integrert indre marked i Fellesskapet. Også betydningen av ordlyden kan belyses ved å holde den opp mot formuleringen i direktivene. Andre staters praksis kan få relevans dersom det har utviklet seg en ensartet oppfatning i fellesskapet om hvordan

¹⁵ Se Eckhoff (2001) s. 283 flg. På s. 285 nevnes en rekke eksempler på tilfeller hvor Høyesterett direkte har hentet premisser for sine avgjørelser fra utenlandske kilder.

¹⁶ Se Ot. prp. nr. 79 (1991-1992) Om lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v., hvor presumsjonsprinsippets rekkevidde i relasjon til EØS-avtalen diskuteres, og Borgli og Arnesen (1993) s. 228 flg. Også Rt. 1982 s. 241 (Alta) og Rt. 2000 s. 1181 (Finnanger I) foretar nyttige og prinsipielle betraktninger rundt forholdet mellom folkeretten og den interne rett. Jeg går ikke nærmere inn på dette, men viser til de nevnte rettskildene for videre redegjørelser rundt dette.

direktivet skal fortolkes og anvendes.¹⁷ Rapportene fra The Committee of European Securities Regulators (CESR)¹⁸ vil være egnede kilder i slike tilfeller.

2.1.3 Forvaltningspraksis

Domstolene har ved en rekke anledninger tillagt forvaltningsorganers praksis avgjørende vekt i avgjørelsen av rettsspørsmål.¹⁹ Det er Kredittilsynet som er kompetent organ etter vphl. § 2-11, og deres praktisering av bestemmelsen kan følgelig tillegges vekt ved eventuelle fremtidige rettsvister vedrørende forståelsen og anvendelsen av bestemmelsen. Kredittilsynet har blant annet utstedt rundskriv²⁰ som presiserer deres forståelse av bestemmelsen, og rundskrivet er i så måte en indikator for hvilken vei deres praksis beveger seg. Det skal imidlertid svært mye til før domstolene aksepterer en praksis som har utviklet seg i strid med loven.²¹

¹⁷ Se Ruud og Ulfstein (2006) s. 64 flg. for en videre redegjørelse for presumsjonsprinsippet.

¹⁸ CESR er en uavhengig komité bestående av representanter fra tilsynsmyndighetene i EØS-landene. Deres mandat er bl.a. å koordinere de forskjellige lands tilsynsmyndigheter slik at man får en mer konform anvendelse av direktivene i Fellesskapet, og videre søke å effektivisere tilsynsmyndighetenes daglige arbeid ved hjelp av rapporter og rådgivende uttalelser m.m. De bistår også i arbeidet med å utforme regelverk. Se <http://www.cesr-eu.org/> for mer informasjon om CESR og deres arbeid. Nivå 3 rapportens referanse er CESR/04-505b.

¹⁹ Se Eckhoff (2001) s. 233 flg.

²⁰ Kredittilsynets rundskriv 14/2005 Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 2 og 3.

²¹ I Rt. 1975 s. 992 uttaler førstvoterende på s. 997 at det skal "*særdeles meget til*" før det kan aksepteres en praksis er i strid med loven. Det interessante i uttalelsene er at Høyesterett faktisk åpner for at en praksis i strid med gjeldende lovgivning kan aksepteres, vel og merke når praksis i borgernes favør. Se Eckhoff (2001) s. 235.

3 KORT OM BEGREPENE INNSIDEHANDEL OG MARKEDSMANIPULASJON

3.1 Generelt

Det fremgår av vphl. § 1-1, som er lovens formålsbestemmelse, at *”lovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter²²”*.²³ Ethvert marked for finansielle tjenester er avhengig av tillit og markedstroverdighet for at risikovillig investeringskapital skal kanaliseres mellom aktørene i verdipapirmarkedet. En velfungerende markedsplass er en nødvendig forutsetning for økonomisk vekst og sysselsetting, og det er i så måte av bred samfunnsmessig betydning at finansmarkedene ikke misbrukes. Innsidehandel og markedsmanipulasjon er to former for misbruk som rammer markedets integritet i den forstand at den fulle oversikt over markedet forsvinner og aktørene handler under ulike forutsetninger. Slik atferd er blitt ansett for å være i strid med de overnevnte formålene, og er derfor erklært uønsket i våre verdipapirmarkeder ved at det er innført forbud mot de i verdipapirlovgivningen.

Det er ingen selvfølge at slik atferd i verdipapirmarkedene skal være belagt med straff. Det har vært diskutert både i juridisk og økonomisk teori om ikke særlig innsidehandel i seg selv kan være stimulerende for kursene i de ulike finansielle instrumentene, og på den måten ha en markedseffektiviserende effekt som er gunstig for de regulerte markedene som helhet. Forbudet mot innsidehandel er en regulering som isolert sett svekker markedets likviditet ved at innsidernes markedsdeltagelse reduseres. En optimal regulering av markedene vil være den som gir et størst mulig investeringsvolum, og forutsetning at forbudet mot innsidehandel da skal være lønnsomt er at ekskluderingen av innsidernes

²² Finansielle instrumenter legaldefineres i vphl. § 1-2 annet ledd 1-8 jfr. tredje og fjerde ledd. En videre redegjørelse for begrepet finansielle instrumenter kan finnes i Bergo (2004) s. 25 flg.

²³ Se Innst. O. nr. 38 (2004-2005) Innstilling fra finanskomiteen om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover kapittel 2.1, MADs fortale punkt 1 flg. og HR-2006-01523-A premiss 16 flg. for en videre redegjørelse for de bærende hensyn bak verdipapirlovgivningen.

oppveies av økt markedsdeltagelse fra øvrige investorer.²⁴ Synspunktene om at innsidehandel kan være lønnsomt har ikke nådd frem i forhold til verken de norske eller de fleste andre europeiske land, og det er følgelig inntatt forbud mot innsidehandel og markedsmanipulasjon i henholdsvis vphl. §§ 2-3 og 2-8. Jeg bemerker at det i første rekke er aktørene i de regulerte markedene som blir skadelidende av innsidehandel og markedsmanipulasjon. Dersom en investor urettmessig benytter sin kunnskap eller posisjon i markedet til å berike seg på andre investorers vegne, så er det de som direkte taper på det. Selv om det fra tid til annen hevdes at slik markedsatferd vil være ødeleggende for viktige samfunnsinteresser som, bl.a. sysselsetting og økonomisk vekst, så tror jeg man trygt kan anta at det skal atskillig til før slik atferd vil være en trussel av slikt omfang.²⁵ Både forbudene mot innsidehandel og markedsmanipulasjon reiser en rekke vanskelige problemstillinger, og jeg skal i det følgende belyse det som særlig kan skape problemer i forhold til rapporteringsplikten.

3.2 Innsidehandel²⁶

Den straffbare innsidehandel rammer den som er i besittelse av selskaps- og/eller verdipapirspesifikk informasjon, og på tross av dette foretar transaksjoner i finansielle instrumenter. Det klassiske tilfellet av innsidehandel er selskapstilknyttede personers kjøp av finansielle instrumenter rett før frigivelsen av kurssensitiv informasjon som for eksempel gode kvartalstall, inngåelse av kontrakter, fusjonsforhandlinger etc. Det interessante i denne forbindelse er at hele verdipapirmarkedet i praksis er tuftet på at aktører med ulik informasjon og innsikt kontraherer. Det er uomstridt at graden av den

²⁴ Se Sæbø (1995).

²⁵ Se Bergo (2004) s. 276.

²⁶ En grundigere redegjørelse for begrepet innsidehandel gis i Bergo (2004) s. 275 flg. og Sæbø (1995).

tilgjengelige informasjon vil være bestemmende for prisen i et finansielt instrument,²⁷ og det vil nødvendigvis være en betydelig forskjell mellom hva sentrale aktører vet om selskapene og verdipapirene kontra de med fjernere tilknytning. Forbudet mot innsidehandel vil derfor i realiteten være en konkurranseregulering som bestemmer i hvilken grad en asymmetrisk informasjonsstrøm skal tillates når investorene kontraherer.

Forbudet mot misbruk av innsideinformasjon følger som nevnt av vphl. § 2-3, og § 2-2 definerer nærmere hva som skal forstås som innsideinformasjon. Bestemmelsenes ordlyd ble endret i 2005, men det var ikke tilsiktet noen materiell endring, jfr. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) hvor departementet²⁸ uttaler på s. 27:

Etter en helhetsvurdering mener departementet at en mest mulig fullstendig gjennomføring basert på direktivets ordbruk er å foretrekke fremfor å videreføre dagens bestemmelser i den språkdrakt de nå har. Det vises til at en slik løsning vil sikre gjennomføring av de mer detaljerte reglene i det utfyllende direktivet, samtidig som den innebærer enkelte prosessøkonomiske fordeler og letter tilgjengeligheten for utenlandske investorer. Videre vil en slik løsning bidra til en større grad av klarhet for omfanget av utstederselskapenes informasjonsplikt, jf nærmere omtale i kapittel 9. Etter departementets vurdering innebærer ikke en slik løsning noen materiell endring i det norske innsidehandelsforbudet. Det vises til lovforslaget § 2-2 og § 2-3.

Departementet vektla altså hensynet til en språklig harmonisering med de internasjonale bestemmelsene fremfor det å videreføre forbudet i sin gamle og innarbeidede språkdrakt.

²⁷ Jfr. bl.a. hypotesen om markedseffisiens (Efficient Capital Market Hypothesis) som går ut på at verdipapirkursen i et effektivt marked vil reflektere all tilgjengelig informasjon og vil være et riktig uttrykk for verdipapirets reelle verdi. Se Sæbø (1995) s. 29.

²⁸ Finansdepartementet.

Innsidehandelsforbudets anvendelsesområde følger av vphl. § 2-1, og disposisjoner i alle finansielle instrumenter omfattes av forbudet i vphl. § 2-3. Når det gjelder disposisjonens art fremgår det av bestemmelsen at det er *”tegning, kjøp, salg eller bytte”* som omfattes av forbudet. Også tilskyndelse til innsidehandel er forbudt etter § 2-3 første ledd. Dette innebærer at dersom den som sitter med innsideinformasjon råder eller på annen måte oppfordrer andre godtroende aktører til å foreta handel i det aktuelle instrumentet, vil det kunne straffes som en selvstendig straffbar handling. Lån og utlån av finansielle instrumenter vil i utgangspunktet falle utenfor forbudets virkeområde, jfr. Ot. prp. nr. 29 (1996-97) Om lov om verdipapirhandel s. 30.

En viktig reservasjon i forhold til innsidehandelsforbudet er inntatt i § 2-3 andre ledd. Det fremgår uttrykkelig at det kun er misbruk av informasjon som nevnt i § 2-2 som omfattes av forbudet. Det er altså inntatt en rettsstridsreservasjon som innebærer at ikke enhver bruk av fortrolig informasjon skal rammes av innsidehandelsforbudet. Innholdet i denne misbruksreservasjonen utdypes videre i NOU 1996:2 Verdipapirhandel s. 61 jfr. s. 48-49, og jeg viser til dette for en nærmere redegjørelse av tilfeller som ikke omfattes av forbudet. Felles for alle disse typetilfellene er at de ikke kan sies å stride mot de formål som ligger bak innsidehandelsforbudet, jfr. det som ble sagt i kapittel 3.1.

Et vanskelig spørsmål ved alle innsidevurderinger er å fastlegge hva som skal ansees for å være innsideinformasjon i lovens forstand. Vphl. § 2-2 første ledd definerer innsideinformasjon som *”presise opplysninger... som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene...”*. Presise opplysninger defineres videre i andre ledd. Kravet til presise opplysninger er ment å fungere som en avgrensning mot rykter, antakelser og løse spekulasjoner som florerer i finansmarkedet. Det er imidlertid en vanskelig grensedragning mellom rykter o.l. og faktiske opplysninger som kan falle inn under lovens definisjon. Ofte vil innsideinformasjon være en sammenblanding av de to. Andre ledd inneholder dessuten flere rettslige standarder som må vurderes separat i hvert enkelt tilfelle.

Også i forhold til om opplysningene *”er egnet til å påvirke kursen”* er man nødt til å foreta en skjønnsmessig vurdering av de konkrete omstendigheter. Tredje ledd gir anvisning på at

”en fornuftig investors” vurderinger skal legges til grunn. Det skal altså foretas en objektiv vurdering av hvorvidt en fornuftig investor ville tillagt de aktuelle opplysningene vekt dersom de inngikk i beslutningsgrunnlaget hans.²⁹ En slik vurdering vil nødvendigvis være forskjellig avhengig av størrelsen på handelen og forholdene for øvrig. Det kreves videre at de aktuelle opplysningene ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet. Det er særlig problemstillingene i dette avsnittet som gjør seg gjeldende i forhold til rapporteringsplikten i vphl. § 2-11. Bestemmelsen inneholder en rekke kvalifikasjonskrav for at rapporteringsplikten skal inntre, og det må i en viss grad tas stilling til de overnevnte problemstillinger i vurderingen av om det skal rapporteres. Dette behandles videre i kapittel 5.

Det er en rekke andre aktuelle og interessante problemstillinger som reiser seg i forhold til forbudet mot innsidehandel. Av hensyn til oppgavens problemstilling vil det føre for langt å behandle alle disse utførlig her, og jeg viser til de nevnte forarbeider og litteratur for en videre redegjørelse for problemstillingene.

3.3 Markedsmanipulasjon

Forbudet mot markedsmanipulasjon er en ny størrelse i norsk rett. Det var tidligere forbudet mot kursmanipulasjon og urimelige forretningsmetoder i vphl. som regulerte dette. Markedsmanipulasjon er en forstyrrelse av de mekanismer i markedet som vanligvis vil være av betydning for kursutviklingen i de forskjellige finansielle instrumentene. Forbudet mot markedsmanipulasjon i tilknytning til finansielle instrumenter følger av vphl. § 2-8 første ledd.³⁰ Hvilken atferd som objektivt sett utgjør markedsmanipulasjon er forsøkt presisert nærmere i vphl. § 2-8 andre ledd punkt 1-3. Departementet bemerker i forarbeidene at markedsmanipulasjon er en størrelse som kan bestå av mange ulike

²⁹ Jfr. Ot. prp. nr. 80 (2000-2001) Om lov om endringer i lov 9. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel s. 13 og kommisjonsdirektiv 2003/124/EF art. 1.

³⁰ Definisjonen av markedsmanipulerende atferd følger av MAD art. 1 nr. 2.

subjektive og objektive elementer, og at disse elementene kan forekomme i et utall variasjoner. Det er altså ikke snakk om en homogen forbrytersk handling som presist lar seg angi i en lovtekst, og man så seg derfor nødt til å stille opp en bestemmelse som tar i bruk rettslige standarder i gjerningsbeskrivelsen. Det legges opp til at en eventuell overtredelse av forbudet skal bedømmes etter en vurdering av disse standardene, samt andre momenter og konkrete eksempler på atferd man anser som uønsket. På den måten ønsker man at også fremtidige former for manipulerende markedsatferd rammes, jfr. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) s. 67 og MAD art. 1 nr. 2 tredje ledd.

Det stedlige virkeområdet for forbudet mot markedsmisbruk følger av vphl. § 2-1. Forbudet mot markedsmisbruk gjelder i tilknytning til finansielle instrumenter, og retter seg mot enhver. Det vil i praksis si at alle som har en viss tilknytning til finansmarkedet kan tenkes og omfattes av bestemmelsen; det være seg investorer, utstederselskap, verdipapirforetak, journalister eller lignende.

Slik forbudet mot markedsmanipulasjon er utformet i MAD legges det opp til at det skal være et objektiv virkningsorientert forbud. Dette bekreftes videre i Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) at det samme skal være tilfelle for bestemmelsen i vphl. Når forbudet mot markedsmanipulasjon skal være virkningsorientert betyr det at det ikke er hensikten bak en transaksjon eller handelsordre som er avgjørende for om atferden er lovstridig; det avgjørende er om atferden direkte eller indirekte *"gir eller er egnet til å gi"* falske eller villedende signaler om den reelle aktiviteten og prisdannelsen i et eller flere finansielle instrumenter. Dette illustreres i de eksemplene som følger av MAD.

Det er for øvrig interessant at departementet valgte å bruke formuleringen *"gir eller er egnet til å gi"* i den norske lovteksten, mens i MAD brukes begrepene *"give, or are likely to give"* i den engelske utgaven av direktivet. Jeg bemerker at en ordrett oversettelse fra direktivet ikke er nødvendig så lenge innholdet i bestemmelsene blir de samme, jfr. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) s. 64. En normal forståelse av den engelske formuleringen taler for at det kreves minst sannsynlighetsovervekt for at transaksjonen eller handelsordren vil virke

forstyrrende inn på de markedsmekanismer som normalt regulerer pris og etterspørsel. Slik begrepet er formulert i vphl. § 2-8 gir det anvisning på et lavere sannsynlighetskrav enn sannsynlighetsovervekt. Forbudet mot markedsmanipulasjon i norsk rett vil dermed favne videre enn hva som er tilfelle etter MAD, og sånn sett går vphl. § 2-8 lengre enn våre folkerettslige forpliktelser etter MAD.³¹

Dersom handlinger som isolert sett kunne betraktes som markedsmanipulerende atferd ansees som akseptert markedspraksis, så vil de ikke omfattes av forbudet mot markedsmanipulasjon, jfr. vphl. § 2-8 andre ledd nr. 1. Dette innebærer at det ikke foreligger en manipulasjon av markedet dersom den eller de som har foretatt transaksjoner eller handelsordrer godtgjør at den har en legitim begrunnelse, og at den er i overensstemmelse med hva Kredittilsynet betrakter som akseptert markedspraksis. Kredittilsynet er i så måte tillagt en diskresjonær myndighet i denne vurderingen. Forskriften av 1. juli 2005 nr. 785 § 2-2 og kommisjonsdirektiv 2004/72/EF art. 2 gir anvisning på hvilke faktorer det skal tas hensyn til i vurderingen av hva som ansees som akseptert markedspraksis. Det fremgår av Kredittilsynets høringsnotat s. 4 og s. 8 flg. at de etter samråd med Oslo Børs ASA, tilsynsmyndigheter i de øvrige nordiske land og NOREX- børsene³² så langt ikke har funnet eksempler på slik akseptert markedspraksis i det norske verdipapirmarkedet. Foreløpig så er altså enhver form for markedsmanipulasjon rapporteringspliktig i norsk rett. Reglen om akseptert markedspraksis vil derimot kunne bli aktuell i andre EØS-markeder, men det finnes kun et fåtall av eksempler på slike tilfeller av akseptert markedspraksis. Dette følger av høringsnotatet og nivå 3 rapporten fra CESR. Som nevnt ovenfor så er det vanskelig å presist angi innholdet i forbudet mot

³¹ Se Norsk Lovkommentar (Gyldendal Rettsdata), kommentarer til verdipapirhandelloven § 2-8, <http://www.rettsdata.no> for mer om dette.

³² NOREX er en strategisk allianse mellom de nordiske og baltiske børsene, som består av Islands Fondsbørs, Oslo Børs og følgende OMX-børser: Københavns Fondsbørs, Helsinkibørsen, Rigabørsen, Stockholmsbørsen, Tallinnbørsen og Vilniusbørsen. Formålet med denne alliansen er å skape et felles nordisk og baltisk verdipapirmarked der børsene og markedsdeltakere kan tilby sine tjenester på en så enkel måte som mulig. Se <http://www.oslobors.no/ob/norex> eller <http://www.norex.com/first.asp>

markedsmanipulasjon, og det er nok noe av grunnen til at det også er vanskelig å formulere presise unntak fra forbudet. Skulle tilsynsmyndighetene i de forskjellige landene begynne å praktisere dette forbudet strengt etter sin ordlyd vil det nok også danne seg en mer presis oppfatning av hva som eventuelt skal ansees for å være akseptert markedspraksis.

Det er oppstilt en omvendt bevisbyrde for de eventuelle unnskyldelige forhold. Forholdet til uskyldspresumsjonen i EMK art. 6 nr. 2 drøftes i forarbeidene, og departementets konklusjon, med bakgrunn i EMKs praksis, er at det ikke vil stride mot EMK å stille opp en omvendt bevisbyrde selv om § 2-8 er et straffebud. Jeg drøfter ikke enkelthetene rundt det å oppstille en omvendt bevisbyrde i et straffebud, men nøyer meg med å henvise til Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) s. 66, som igjen henviser til NOU 2003:15 Fra bot til bedring s. 108. Det uttales der at:

Det er under enhver omstendighet klart at uskyldpresumsjonen ikke er til hinder for å oppstille straffebud med omvendt bevisbyrde for unnskyldelige forhold. I Salabiaku-saken peker EMD på at alle rettssystemer bygger på faktiske eller rettslige presumsjoner. Omvendt bevisbyrde med hensyn til både objektive og subjektive vilkår har blitt godtatt av EMD i enkelte saker. Det er antakelig adgang til å gå nokså langt i å stille opp en formodning for skyld. Slike presumsjoner er ikke i strid med konvensjonen så lenge de holdes innenfor visse rammer og tar i betraktning betydningen av hva som står på spill og forsvarrets interesser.

Det er inntatt en adgang til å gi nærmere regler om markedsmanipulasjon og akseptert markedspraksis i forskrifts form, jfr. § 2-8 tredje ledd. Denne forskriftsadgangen har departementet benyttet seg av, og det er i forskrift av 1. juli 2005 nr. 785 gitt en videre presisering av begrepene. Markedsmanipulasjon behandles i forskriftens § 2-1 og akseptert markedspraksis behandles som nevnt i § 2-2.

I § 2-8 andre ledd punkt 2 er forbudet mot markedsmanipulasjon gitt et videre omfang. Departementet uttaler i Ot. prp. nr.12 (2004-2005) s. 66:

Sammenhengen mellom direktivet art. 1 nr. 2 bokstav a og b taler etter departementets syn for at bokstav b må omfatte noe mer enn bokstav a.

Med bakgrunn i MAD kom departementet til at også transaksjoner eller handelsordrer i tilknytning til annen villedende atferd skulle omfattes av markedsmisbruksforbudet. Det skal etter § 2-8 andre ledd nr. 2 foretas en vurdering av de transaksjoner og handler som har funnet sted, og sammenhengen mellom dem for øvrig, for å avgjøre om det samlet sett kan sies å være i strid med forbudet. Også spredning av opplysninger som kan virke manipulerende på markedet gjennom media er forbudt, jfr. vphl. § 2-8 andre ledd nr. 3. Internett nevnes uttrykkelig, men også spredning gjennom tv, aviser, artikler etc. omfattes. Journalisters yrkesmessige dekning av finansmarkedet skal vurderes etter de reglene som er gjeldende for deres egen bransje, forutsatt at de ikke direkte eller indirekte oppnår fordeler eller fortjenester som følge av deres publikasjoner. I slike tilfeller skal journalisten bedømmes som en vanlig investor i markedet, og følgelig være underlagt lovens øvrige bestemmelser.

3.4 Straff

MAD oppstiller ingen hindre for å benytte strafferettslige sanksjoner ved brudd på forbudet mot innsidehandel og forbudet mot markedsmanipulasjon, jfr. MAD art. 14 nr. 1. Det følger av vphl. § 14-3 første ledd at forsettelig eller uaktsom overtredelse av disse forbudene ”*straffes med bøter eller fengsel inntil seks år*”. Straffebestemmelsen i vphl. § 14-3 første ledd vil omfatte en rekke forhold av ulik karakter og med forskjellig alvorlighetsgrad. Dette gjenspeiles i den vide strafferammen som er oppstilt.

Høyesterett tok nylig for første gang stilling til strafferammen i en innsidesak. Dette var i straffesaken mot John Thoresen, ref. HR-2006-01523-A. I domspremissene kommer førstvoterende med noen generelle betraktninger om hva som må tillegges betydning ved straffeutmålingen i innsidesaker. Han uttaler i premiss 19 at:

Av betydning ved straffutmålingen er videre at det normalt vil dreie seg om veloverveide handlinger, begått av en aktør med innsikt, som handler rasjonelt i den hensikt å skaffe seg en uberettiget gevinst, eventuelt ved å unngå et tap som han ellers ville ha risikert å bli påført. Påtalemyndigheten har gjort gjeldende at straffen ved innsidehandel av noe omfang normalt må utmåles til ubetinget fengsel, idet verken bøter eller betinget fengsel kan forventes å ha nødvendig allmennpreventiv virkning. Jeg er enig i dette.

Videre bemerkes det at forbrytelsens økonomiske omfang og skadevirkninger må tas i betraktning. Det vil være naturlig å ta utgangspunkt i disse momentene ved fremtidig straffutmåling i innsidesaker, og Høyesterett gir et klart signal om at det skal reageres strengt mot denne type kriminalitet. I forhold til brudd på forbudet mot markedsmanipulasjon vil også disse momentene kunne få relevans. Jeg går ikke nærmere inn på dommen av hensyn til oppgavens avgrensning.

4 RAPPORTERINGSPLIKTEN I ET SAMFUNNSPERSPEKTIV

4.1 Generelt om anmeldelsesplikt

Det finnes ingen generell anmeldelsesplikt for den enkelte borger ved mistanke om straffbare handlinger i norsk rett. En lovpålagt rapporteringsplikt er i så måte et klart unntak fra dette utgangspunktet, og det reiser visse prinsipielle kriminalpolitiske problemstillinger som bør vurderes nærmere.³³

Det klassiske ankepunktet mot innføringen av en generell anmeldelsesplikt er ønsket om å unngå et angiversamfunn. Det har gjennom historien vært en rekke eksempler hvor det har utviklet seg en angiverkultur som er svært uheldig for borgerne. Under de inkvisitoriske prosessene i Europa på 1500-tallet benyttet inkvisitoren seg av en rekke angivere rundt omkring i distriktene. Dette gjorde at folk ikke kunne snakke fritt sammen, og det oppsto en generell mistro i samfunnet siden angivernes identitet ikke var kjent. Det samme var tilfellet i en rekke andre totalitære regimer nærmere vår tid. Ministerium für staatssicherheit, bedre kjent under forkortelsen Stasi, overvåket alle sider av borgernes liv i det tidligere DDR. De benyttet seg av om lag en million angivere som mer eller mindre systematisk spionerte på de resterende sytten millioner innbyggerne, og et stort antall personer ble fengslet, avhørt og torturert som følge av dette.

Kapasitetsbegrensninger hos de utøvende og kontrollerende organer er annet moment som taler mot en generell anmeldelsesplikt.³⁴

³³ Det finnes imidlertid noen grupper av personer og visse situasjoner hvor det er pålagt å rapportere inn til myndighetene. Den enkelte borger har en viss plikt til å forhindre, men ikke anmelde, straffbare handlinger etter strl. § 139. Et unntak fra dette finnes i strl. § 227, som krever at man skal melde mistenkelige dødsfall til politiet. Også offentlige tjenestemenn kan være pålagt en anmeldelsesplikt i kraft av sitt embete. En nærmere redegjørelse for dette gis i Andenæs (2000) s. 277-280.

³⁴ Ved innføringen av rapporteringsplikten i hvitvaskingsloven § 7 klaget ØKOKRIM på manglende rapportering fra bankene. Følgen av dette var at det begynte å komme inn et utall meldinger hver dag, og

Rapporteringsplikten i vphl. gjelder for en begrenset personkrets som utøver konsesjonsbelagte tjenester. Det er også kun ved en kvalifisert mistanke om innsidehandel eller markedsmissbruk at plikten inntreffer. Rapporteringspliktens nedslagsfelt er derfor relativt begrenset sett i et samfunnsperspektiv. Det er klart at det ikke direkte kan trekkes paralleller mellom angiveriet i de overnevnte regimene og innføringen av en rapporteringsplikt for verdipapirforetakene. Men det kan likevel tenkes at det kan få følger for det tillitsforholdet som foreligger mellom megler og klient. Før innføringen av rapporteringsplikten kunne partene ha en fri korrespondanse uten frykt for at det som ble sagt senere kunne bli brukt i en straffesak mot seg. Meglerne, som forutsetningsvis har erfaring med finansmarkedene, kunne på den måten råde sine klienter til å gjennomføre eller avstå fra å gjennomføre visse transaksjoner som de forsto at ville stride mot gjeldende lovgivning, og med det forhindre mulig markedsskadelig atferd. Når klientene vet at det er innført en lovpålagt rapporteringsplikt kan det medføre at de ikke lenger opplyser om forhold de hadde opplyst om uten rapporteringsplikten, og på den måten får ikke meglerne et fullstendig beslutningsgrunnlag å jobbe ut ifra. Det er derfor viktig at rapporteringsplikten er betinget av visse kvalifikasjonskrav som gjør at den først inntreffer når bestemte vilkår i bestemmelsen er oppfylt. På den måten blir det mulig å opprettholde en fornuftig korrespondanse mellom megler og klient, og tilsynsmyndighetene vil ikke drukne i unødvendige og grunnløse meldinger. Vilkårene for rapporteringspliktens inntreden behandles videre i kapittel 5.2.5.

Vphl. § 2-11 har foreløpig ikke vist seg å by på særlige kapasitetsproblemer for tilsynsmyndighetene,³⁵ og hensynene til en effektiv bekjempelse av økonomisk kriminalitet

ansatte i ØKOKRIM måtte senere gå ut og advare om at antall meldinger etter bestemmelsen sprenger ØKOKRIMs kapasitet, jfr. Axelsen og Hopsnes (2005) s. 16.

³⁵ Det er som nevnt innledningsvis kun kommet inn fem meldinger fra verdipapirforetakene, og Kredittilsynet har så langt ikke hatt noen vanskeligheter med å behandle disse. Skulle det derimot bli en tilsvarende utvikling som vi har sett i forhold til hvitvaskingsmeldinger etter hvitvaskingslovens § 7 ville sannsynligvis Kredittilsynets kapasitet også sprenges. Ved rapporteringer vedrørende mistanke om innsidehandel og

og behovet de kontrollerende organer har for tilsyn og kontroll med markedsatferd taler til fordel for rapporteringsplikten. Tar man videre i betraktning at de personer som omfattes av plikten som regel er underlagt taushetsplikt og har et tillitsforhold til aktørene i markedet, samt de generelle problemene tilknyttet økonomisk kriminalitet,³⁶ kan ikke innføringen av rapporteringsplikt på dette området sies å være betenkelig i forhold til bl.a. personvern hensyn. Det er likevel nødvendig å foreta nøye overveielser ved ethvert inngrep i anmeldelsesfriheten siden mange små skritt i gal retning gradvis kan medføre uventede og uønskede konsekvenser.

4.2 Forholdet til selvinkrimineringsprinsippet³⁷

Med selvinkriminering menes det å bidra til sin egen domfellelse for å ha begått et eller flere straffbare forhold. Selvinkrimineringsprinsippet innebærer at ingen skal være forpliktet til å medvirke til sin egen domfellelse. Prinsippet er en del av retten til en rettferdig rettergang foran uavhengige domstoler, noe som må ansees for å være en grunnleggende idé bak enhver rettsstat. Forbudet mot selvinkriminering er en del av det internasjonale menneskerettsvernet, og det følger uttrykkelig av FN-konvensjonen om sivile og politiske rettigheter (SP) art. 14 (3)(g) at man ikke er pliktig til å bidra til sin egen domfellelse. Det er ikke inntatt et uttrykkelig forbud mot selvinkriminering i EMK, men

markedsmanipulasjon vil det i mange tilfeller kreve en omfattende ressursbruk for å avdekke eventuelle straffbare forhold.

³⁶ Økonomisk kriminalitet er i mange tilfeller såkalt offerløs kriminalitet i den forstand at det ikke er noen direkte skadelidende som følge av forbrytelsene. Fornærmede i for eksempel voldssaker vil ha et selvstendig insitament til å anmelde forholdet, mens skadelidte i forbindelse med økonomisk kriminalitet faktisk kan være uvitende om de straffbare forhold. Se for øvrig Nelken (2002) s. 844 flg. for nærmere betraktninger rundt problemene tilknyttet økonomisk kriminalitet.

³⁷ En videre redegjørelse for selvinkrimineringsprinsippet gis i Møse (2002) s. 345 flg.

EMD har innfortolket en tilsvarende regel i kravet om en rettferdig rettergang, jfr. EMK art. 6 (1).³⁸

Rapporteringsplikten kan være noe problematisk i forhold til forbudet mot selvinkriminering. En ansatt i et verdipapirforetak som utfører en handelsordre som virker mistenkelig kan fort bli strafferettslig ansvarlig som medvirker. I de tilfellene hvor det er klart at vedkommende har medvirket til innsidehandel eller markedsmanipulasjon følger det av de nevnte prinsippene at man ikke behøver å innrapportere forholdet. Man vil i tilfelle av en domfellelse ikke straffes for å ikke ha rapportert; bare for selve overtredelsen av forbudet mot innsidehandel og markedsmanipulasjon. Det som imidlertid kan by på problemer er å fastslå når man har passert grensen mellom straffri og straffbar medvirkning. Verdipapirforetakene vil alltid være medvirkere i objektiv forstand i kraft av sin rolle i markedet, og det kan være vanskelig å avgjøre når skyldkravet er oppfylt. Jeg bemerker at også uaktsom overtredelse av § 2-3 og § 2-8 danner grunnlag for straff, jfr. § 14-3 første ledd. Jeg går ikke inn på det nærmere innhold av grensetilfellene for medvirkeransvar her, og nøyer meg med å henvise til strafferettslitteraturen for en videre redegjørelse for dette.

Vanskelige grensetilfeller vil alltid gjøre seg gjeldende på rettsområder hvor den enkelte er pålagt en rapporteringsplikt i forhold til straffbare handlinger som delvis forutsetter dennes deltagelse. I forhold til rapporteringsplikten i vphl. § 2-11 vil denne problemstillingen kun bli aktuell dersom den enkelte ansatte skal rapportere inn mistenkelige transaksjoner som han selv har hatt befatning med. En ansatt kan ikke påberope seg forbudet mot selvinkriminering som vern mot å måtte utlevere opplysninger som kan medføre straffeansvar for verdipapirforetaket som sådan.

³⁸ Det aktuelle prejudikatet er Funke v. Frankrike, A 256-A (1993). Det finnes også regler i norsk rett som skal gi et vern mot å måtte inkriminere seg selv. Se bl.a. straffeprosesslovens §§ 90 og 91 og straffelovens § 167 jfr. Rt. 1982 s. 173.

5 NÆRMERE OM INNHOLDET I VPHL. § 2-11

5.1 Generelt – legislative hensyn

Plikten til å rapportere ved mistanke om innsidehandel og markedsmanipulasjon er ny i både norsk og europeisk rett. Tidligere meldinger til myndighetene ble enten gjort på frivillig basis, eller på bakgrunn av forpliktelser i andre bestemmelser.

Rapporteringsplikten slik den er inntatt i vphl. § 2-11 reiser en rekke interessante problemstillinger.³⁹ Vphl. § 2-11 er utformet slik at ikke enhver mistanke skal rapporteres inn til tilsynsmyndighetene. For at en mistanke skal ansees som rapporteringspliktig må den tilfredsstillende visse kvalifikasjonskrav, slik at en kvalitativ god rapporteringsordning blir muliggjort. Tema i dette kapittelet blir å analysere det nærmere innhold i bestemmelsen, samt å vurdere dette i forhold til tilstøtende problemstillinger. Det er særlig kretsen av rapporteringspliktige og vilkårene knyttet til rapporteringspliktens inntreden som kan fremstå som uklare for de som skal anvende bestemmelsen.

De bærende hensyn bak en slik ansvarliggjøring av uavhengige mellommenn er for det første et ønske om å skape et nyttig verktøy for bekjempelse av uønsket markedsatferd, som igjen vil ha en positiv effekt på verdipapirhandelen. Mellommennene er i en posisjon hvor de fort kan komme over mistenkelig markedsatferd, og lovfesting av en rapporteringsplikt kan bidra til økt bevissthet rundt deres roller i verdipapirmarkedet. Som nevnt i kapittel 1.3 så er MAD, og dermed rapporteringsplikten, en del av FSAP som har som overordnet formål å skape et reelt, effektivt og integrert internasjonalt finansmarked som har tillit og troverdighet blant investorene. For å kunne oppnå dette er det nødvendig med en direktivkonform etterlevelse av regelverket, slik at man i realiteten får et felles marked uten store forskjeller som oppfordrer til selektivitet. Rapporteringsplikten har

³⁹ Rapporteringsplikten ved mistanke om hvitvasking av utbytte fra straffbare handlinger byr for øvrig på noen av de samme utfordringene for lovanvenderne.

videre til hensikt å gi de kontrollerende organer økt innsikt og kontroll med markedsatferd og sørge for en mer effektiv bruk av tilsynsmyndighetenes ressurser.⁴⁰

5.2 Generelle vilkår

5.2.1 Stedlig virkeområde

Vphl. § 2-11 foretar ikke selv noen avgrensning av hvilket geografisk virkeområde bestemmelsen skal ha. Vphl. § 2-1 første til tredje ledd har imidlertid en generell angivelse av virkeområdet for lovens kapittel 2. Det foretas en ytterligere presisering i Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) s. 92:

Departementet viser for øvrig til tredje kommisjonsdirektiv art. 7 (kommisjonsdirektiv 2004/72/EF – min tilføyning), der det fremgår at rapporteringspliktige skal følge regler i den stat hvor de har sitt registreringsmessige hjemsted eller hovedsete, eller dersom det er en filial, i den EØS-stat hvor filialen er etablert. Rapporter skal sendes til kompetent myndighet i den aktuelle medlemsstat. Det bemerkes at kompetent myndighet som mottar rapportene skal omgående videreformidle slike opplysninger til de kompetente myndigheter i de relevante regulerte markeder.

Verdipapirforetakene som har fått konsesjon til å yte investeringstjenester i det norske børsmarkedet, og som har registreringsadresse her, har altså rapporteringsplikt til de norske tilsynsmyndighetene. Dette gjelder uavhengig av om transaksjonen er foretatt på fremmed marked. Det samme gjelder for fjernmedlemmer som har etablert filial i Norge. Det er så tilsynsmyndighetenes oppgave å videreformidle disse opplysningene til kompetent myndighet i det markedet transaksjonen har foregått i.

⁴⁰ Se Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) s. 91.

5.2.2 Kretsen av rapporteringspliktige

Innledningsvis i vphl. § 2-11 første ledd betegnes pliktsubjektet etter bestemmelsen som *”den som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner”*. Slik ordlyden er formulert kan det umiddelbart se ut til at det er oppstilt et tilknytningskrav for om pliktsubjektene skal pålegges rapporteringsplikt, jfr. *”gjennomfører eller tilrettelegger”*. Ser man nærmere på ordlyden i MAD art. 6 nr. 9, hvor det heter *”arranging transactions in financial instruments”*, er det mer naturlig å betrakte dette som kriterier som er ment å avgrense hvilke foretak som underlagt rapporteringsplikt ved mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon i tilknytning til de nærmere definerte transaksjonene disse foretakene gjennomfører, og altså ikke et kvalifikasjonskrav for selve rapporteringsplikten. Språklig sett favner bestemmelsen vidt. Den kan omfatte både de som yter konsesjonspliktige investeringstjenester og andre som tilrettelegger enkelttransaksjoner. Det kan eksempelvis være både finansielle og juridiske rådgivere som bistår i forbindelse med fusjoner, emisjoner, kapitalinnhentinger etc. Departementet uttaler om dette i Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) s. 91:

For eksempel kan dette gjelde personer som ikke yter konsesjonspliktige investeringstjenester, men som for eksempel tilrettelegger transaksjoner i enkelte tilfeller, uten at dette er en del av deres forretningsmessige virksomhet. Dette kan for eksempel være aktuelt for forretningsadvokater.

Det er imidlertid gitt utfyllende regler i kommisjonsdirektiv 2004/72/EF om hvem som minst må omfattes av rapporteringsplikten for at forpliktelsene i MAD art. 6 nr. 9 skal ansees for å være oppfylt. Art. 1 nr. 3 slår fast at *”any person professionally arranging transactions in financial instruments”* minst skal forstås investeringsforetak og kredittinstitusjoner. Det er følgelig inntatt en forskriftsadgang avslutningsvis i vphl. § 2-11 første ledd som gir departementet kompetanse til å begrense rapporteringsplikten til *”verdipapirforetak og kredittinstitusjoner”*. Departementet har benyttet seg av denne forskriftsadgangen, og i forskrift av 1. juli 2005 nr. 785 § 1-1 tredje ledd heter det at

rapporteringsplikten ”gjelder for verdipapirforetak og kredittinstitusjoner”.⁴¹ Det er etter dette klart at verdipapirforetakene som sådanne er rapporteringspliktige i forhold til de transaksjonene de gjennomfører eller tilrettelegger. Jeg bemerker at vphl. § 2-11 er et straffebud, jfr. vphl. § 14-3 andre ledd nr. 1. Følgen av dette er at verdipapirforetakene, i likhet med alle andre som omfattes av kretsen av pliktsubjekter, vil kunne stilles til ansvar strafferettslig ved brudd på rapporteringsplikten. Angivelsen av kretsen av pliktsubjekter i den overnevnte forskriften reiser et viktig spørsmål. Det følger av en naturlig forståelse av forskriftens § 1-1 tredje ledd at i tillegg til verdipapirforetakene som sådanne så er også de enkelte ansatte i verdipapirforetakene pålagt en individuell rapporteringsplikt, og dermed et mulig straffeansvar for unnlatt rapportering, jfr. ”herunder disse virksomhetenes ansatte”. Man beveger seg derfor over i legalitetsprinsippets kjerneområde, og det er klart at hjemmel i lov er nødvendig for slike inngrep i borgernes rettssfære.⁴² Forskriften har som nevnt hjemmel i vphl. § 2-11 første ledd, men det som blir vurderingstema i det følgende er om departementet har overskredet sin kompetanse ved at man pålegger de enkelte ansatte et mulig straffeansvar for overtredelse av rapporteringsplikten. Dette må avgjøres på bakgrunn av en tolkning av den aktuelle hjemmelsbestemmelsen.⁴³

Vphl. § 2-11 første ledd gir som nevnt departementet adgang til å begrense rapporteringsplikten slik at den ”bare skal gjelde for verdipapirforetak og

⁴¹ Se for øvrig Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) s. 91 for bakgrunnen for avgrensningen. I høringsrunden forut for vedtakelsen av endringene i loven var det stor grad av uenighet blant høringsinstansene hvorvidt rapporteringsplikten skulle begrenses til å kun gjelde verdipapirforetak og kredittinstitusjoner, eller om en videre personkrets var mer hensiktsmessig. Departementet la vekt på at rapporteringsplikten er en nyskapning i norsk rett, noe som tilsa at man avventet utviklingen før den eventuelt også omfattet andre grupper som man ikke er pliktig til å inkludere i følge MAD. Det ble med bakgrunn i dette inntatt en forskriftsadgang i bestemmelsens først ledd siste pkt. som nevnt ovenfor. Se finansdepartementets nettsider for nærmere informasjon rundt høringsrunden - <http://odin.dep.no/fin/norsk/dok/hoeringer/ferdigbehandlede/006061-080360/dok-bn.html>

⁴² Se Eckhoff og Smith (2006) s. 323 flg. for en videre redegjørelse for kravet til rettslige grunnlag for forvaltningens virksomhet.

⁴³ Se Eckhoff og Smith (2006) s. 346 flg. for en videre redegjørelse for tolkning av kompetansebestemmelser.

kredittinstitusjoner". Verdipapirforetakene er legaldefinert i vphl. § 1-3 som "*foretak som yter investeringstjenester*", og det følger av vphl. § 7-2 at man må være etablert som et allmennaksjeselskap for å få konsesjon til å yte investeringstjenester. Med bakgrunn i en slik definisjon av verdipapirforetakene så synes det noe unaturlig at man skal kunne utlede et individuelt straffeansvar for den enkelte ansatte av begrepet "*verdipapirforetak*" isolert sett. I kommisjonsdirektiv 2004/72/EF så angis det som nevnt at minimumskravet for at forpliktelsene etter MAD skal være oppfylt er at "*i det minste et investeringsforetak eller kredittinstitusjon*" skal være omfattet. Hensynet til en direktivkonform forståelse taler for at man ser avgrensningen i vphl. § 2-11 første ledd i lys av dette, og tolker "*bare skal gjelde*" som "*i det minste*". På den måten kan man anføre et fra det mer til det mindre – resonnement om at når man er gitt muligheten til ikke å foreta avgrensningen i det hele tatt, så bør man kunne utvide avgrensningen til å gjelde mer enn bare "*verdipapirforetak og kredittinstitusjoner*". Problemet med et slikt resonnement og fortolkning av bestemmelsen er om de ansatte i det hele tatt kan sies å falle inn under angivelsen av pliktsubjektene innledningsvis i § 2-11. I vårt rettssystem så er det verdipapirforetakene som sådanne som "*tilrettelegger eller gjennomfører transaksjoner*" i legal forstand, og på bakgrunn av departementets uttalelser i Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) s. 91 synes uansett forskriftsadgangen nettopp å skulle avgrense mot subjekter som ikke er konsesjonspliktige inntil videre. Jeg bemerker at MAD definerer begrepet "*person*" som "*any natural or legal person*", jfr. art. 1 nr. 6. Slik jeg forstår direktivet så er ikke denne definisjonen helt treffende i forhold til angivelsen av pliktsubjektene for rapporteringsplikten i norsk rett. I andre europeiske land så er det lagt opp slik at fysiske personer kan fungere som tilretteleggere av transaksjoner i finansielle instrumenter, og definisjonen synes mer passende i et slikt henseende.⁴⁴

Med bakgrunn i det ovenstående så fremstår departementets hjemmel til å pålegge de enkelte ansatte straffeansvar noe tynt. Legalitetsprinsippet må tillegges betydelig vekt i dette spørsmålet, og de andre rettskildene er ikke tydelige nok til at de kan veie opp mot

⁴⁴ Se for øvrig NOU 2006:3 Om markeder for finansielle instrumenter kapittel 3.1.1.1 og direktiv 2004/39/EC (MiFID) art. 4 og 5 for mer rundt dette.

dette. Det kan synes som om det er rene formålsbetraktninger som ligger bak departementets angivelse av kretsen av pliktsubjekter i forskriften, og man skal utvise varsomhet når man anvender formålsbetraktninger for å legitimere en slik utvidende tolkning som er tilfelle her.⁴⁵ Følgen av at departementet har overskredet sin materielle kompetanse kan i dette tilfellet medføre ugyldighet for denne delen av forskriften hvis problemstillingen skulle aktualisere seg. Manglende materiell kompetanse er en feil som svært ofte fører til ugyldighet. Jeg går ikke lengre inn i ugyldighetsproblematikken av hensyn til oppgavens avgrensning og problemstilling.⁴⁶

Et mulig alternativ til at deler av forskriften kjennes ugyldig er at den isteden tolkes bort i medhold av presumsjonsprinsippet og verdipapirhandelovens system for øvrig. Som nevnt i det foregående så er det tilrettelegger av transaksjoner i legal forstand som er pålagt rapporteringsplikt, og med en slik innfallsvinkel til problemstillingen kan det være en mulig løsning å legge en innskrenkende tolkning av forskriften til grunn for lovanvendelsen.

For det tilfelle at ansvarliggjøringen av de enkelte ansatte skulle gå klar av en ugyldighetsinnsigelse ved en rettslig prøving, eventuelt den innskrenkende tolkningen, så er det en rekke andre problemstillinger som melder seg i forhold til rekkevidden av ”ansatte” begrepet. Verken forarbeidene eller direktivene tar stilling til dette.

Det er nærliggende å knytte ”ansatte” begrepet i forskriften opp mot arbeidstakerdefinisjonen i arbeidsmiljølovens (aml.) § 1-8 første ledd, som sier at ”*med arbeidstaker menes i denne lov enhver som utfører arbeid i annens tjeneste*”. Kjernen i arbeidstakerbegrepet er de personene som har inngått en arbeidsavtale med foretaket i tråd med de kravene som stilles i aml., og som har alle rettigheter og plikter som normalt tilkommer arbeidstakere etter dette. Uten andre særskilte holdepunkter er det disse som er underlagt rapporteringsplikt. Det neste vurderingstema blir om andre enn ”ansatte” i

⁴⁵ Se bl.a. Rt 1961 s. 212.

⁴⁶ Se Eckhoff og Smith (2006) s. 443 for en videre redegjørelse for ugyldighet m.m.

snever forstand skal kunne pålegges rapporteringsplikt. I Ot. prp. nr. 49 (2004-2005) Om lov om arbeidsmiljø, arbeidstid og stillingsvern m.v. s. 74 uttaler departementet at det klare utgangspunktet for arbeidstakerbegrepet er et ”*ansettelsesforhold mellom arbeidstaker og arbeidsgiver*”. De uttaler videre på samme side:

Lovens hovedinnretning er at plikter og rettigheter er relatert til arbeidsgiver-/arbeidstakerforhold. Hvorvidt man anses som arbeidstaker og dermed omfattes av lovens vern, avhenger av en skjønnsmessig helhetsvurdering. I denne vurderingen er det de reelle underliggende forhold som er avgjørende. Selv om en person utfører arbeid som « selvstendig », skjærer domstolene igjennom hvis forholdet i realiteten har karakter av et arbeidsgiver-/arbeidstakerforhold. Frilansere, tilkallingshjelpere og så videre som utfører arbeid uten en regulær ansettelseskontrakt omfattes også av loven dersom de reelt sett må betraktes som arbeidstakere.

Det er rekkevidden av arbeidstakers vern etter aml. som drøftes i dette utdraget. Etter min oppfatning vil det imidlertid kunne trekkes paralleller til omfanget av ansatte begrepet generelt, og det må da nødvendigvis foretas en drøftelse på linje med den departementet legger opp til ovenfor.

Denne problemstillingen blir aktuell i de tilfeller hvor verdipapirforetakene tar i bruk ekstern kompetanse i forbindelse med sin virksomhet som ”*gjennomfører eller tilrettelegger*” av transaksjoner i finansielle instrumenter. Ser man isolert på de betraktninger som gjøres i Ot. prp. nr. 49 (2004-2005) så vil det kunne foretas identifikasjon mellom de ”*ansatte*” og andre som bistår ved for eksempel emisjoner, fusjoner, kapitalinnhentinger etc. Særlig momenter som tilknytning til verdipapirforetaket, hvilken ordning som er avtalt med tanke på betaling for arbeidet og om foretaket har en vidtgående instruksjons- og styringsmyndighet over den eksterne konsulenten vil være

relevante i en slik vurdering.⁴⁷ Det påpekes i Ot. prp. nr. 49 (2004-2005) at man er nødt til å avgjøre dette ved hjelp av en konkret vurdering av de reelle underliggende forhold, og de overnevnte momentene vil være viktig i denne vurderingen. I forhold til rapporteringsplikten i vphl. § 2-11 er det grunn til å vise varsomhet i forhold til en slik utvidende tolkning av ordlyden. Bakgrunnen for dette er at vi som nevnt er inne på legalitetsprinsippets område, og det vil være et tungtveiende argument mot en utvidende tolkning.⁴⁸ Jeg viser videre til det svake hjemmelsgrunnlaget for forskriften, samt det som sies ovenfor om utvidende tolkning ut ifra rene formålsbetraktninger på legalitetsprinsippets område. Også den uttrykkelige avgrensningen i forskriften mot andre enn "*verdipapirforetak og kredittinstitusjoner*" og departementets uttalelser i Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) s. 91 støtter en slik forståelse av bestemmelsen.

Noe av den samme problematikken reiser seg i forhold til de som arbeider i verdipapirforetakene, men som i realiteten er etablert som indre selskaper, jfr. selskapsloven § 1-2 (c).⁴⁹ Også disse vil falle naturlig utenfor "*ansatte*" begrepet i snever forstand. Deres virksomhet og tilknytning i forhold til verdipapirforetakene er imidlertid av en annen art enn det som var tilfellet i det foregående. Deres rolle vil ofte i det vesentlige være sammenfallende med de som er ansatt på regulært vis, og denne tilknytningen tilsier for så vidt at slike indre selskaper bør omfattes av kretsen av pliktsubjekter etter bestemmelsen. En annen løsning ville fort kunne åpne for uheldige omgåelser av lovens forpliktelser slik de nå er formulert.

Det kan videre stilles spørsmål ved om ansatte som er under midlertidige arbeidsavtaler skal ansees for å være "*ansatte*" i lovens forstand, og med det være omfattet av kretsen av rapporteringspliktige. Et eksempel på midlertidige arbeidsavtaler som kan være aktuelt for

⁴⁷ Flere momenter som kan være relevante i en slik vurdering kan finnes i Jakhell og Aune (2006) s. 53.

⁴⁸ Se Eckhoff (2001) s. 127 for en nærmere redegjørelse av utvidende og analogisk tolking på legalitetsprinsippets område.

⁴⁹ Norges Fondsmeglerforbund v/ rådgiver Mette Christin Eriksen opplyser at i deres medlemsmasse så er det 7 verdipapirforetak som har indre selskap, herunder 255 partnere totalt.

verdipapirforetakene er vikarer og praktikanter. Slike ansettelser reguleres av aml. § 14-9 (1) (a). Det gjennomgående for slike avtaler er at de inngås som en vanlig arbeidsavtale. Forskjellen er at avtalen har begrensninger i forhold til hvilken tidshorisont eller konkrete prosjekter den skal gjelde for. De faller derfor mer naturlig inn under begrepet ”ansatte” enn det for eksempel eksterne konsulenter gjør, og det vil ikke være betenkelig verken i forhold til den nevnte avgrensningen som er gjort i forskriften eller legalitetsprinsippet at de omfattes av rapporteringsplikten.⁵⁰ Jeg bemerker at også den uaktsomme overtredelse av rapporteringsplikten er straffbar, slik at det ligger et ansvar på foretakene i forhold til tilfredsstillende opplæring etc.

Får å få tillatelse til å yte investeringstjenester så må verdipapirforetakene være stiftet⁵¹ som allmennaksjeselskaper, jfr. vphl. § 7-2, og etter asal. § 6-1 så er alle allmennaksjeselskap pålagt å ha et styre. Styrets kompetanse og plikter fremgår av asal. kapittel 6. Det kan da stilles spørsmål om styret og dets medlemmer skal være omfattet av rapporteringsplikten i vphl. § 2-11. Det er alminnelig antatt i juridisk teori⁵² at styrets medlemmer ikke skal ansees som arbeidstaker i det selskapet de har styreverv i, og det foreligger ingen tungtveiende faktorer som taler for å fravike dette i forhold til kretsen av rapporteringspliktige etter vphl. § 2-11. Styret faller da følgelig utenfor ”ansatte” begrepet i loven. En direkte ansvarliggjøring av styret krever klarere hjemmel enn det som foreligger, og det å omfatte disse under kretsen av pliktsubjekter slik loven er utformet vil være å strekke forståelsen av bestemmelsen for langt.⁵³ Styret tilhører imidlertid selskapets øverste ledelse, og de er utvilsomt en vesentlig del av selskapsstrukturen. Et eventuelt ansvar for styret måtte i alle tilfeller komme som en følge av deres rolle som styrende

⁵⁰ Kredittilsynet uttaler i sitt rundskriv 9/2004 – veiledning til ny lov og forskrift med tiltak mot hvitvasking av utbytte fra straffbare handlinger – at hvitvaskingsregelverket kommer til anvendelse på ”*enhver bruk av vikarer og alle former for temporær arbeidskraft*”.

⁵¹ Reglene for gyldig stiftelse av allmennaksjeselskap følger av allmennaksjelovens (asal.) kapittel 2.

⁵² Se Jakhelln og Aune (2006) s. 52.

⁵³ Jeg nevner i denne forbindelse at rådsdirektiv 91/308/EØF (hvitvaskingsdirektivet) art. 6,8 og 9 uttrykkelig nevner styret og dets medlemmer som pliktsubjekt i forhold til forpliktelsene etter hvitvaskingsdirektivet.

organ i verdipapirforetaket. Jeg går ikke lengre inn i styrets selskapsrettslige ansvar etc. av hensyn til oppgavens avgrensning.

Når det gjelder selvinkrimineringsproblematikken så viser jeg til fremstillingen av dette i kapittel 4.2.

5.2.3 Saklig virkeområde

5.2.3.1 Transaksjonsbegrepet

Rapporteringsplikten gjelder for *”den som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter”*. Loven gir ikke noen nærmere anvisning på forståelsen av ordet *”transaksjoner”*. En transaksjon⁵⁴ i normal forstand vil innebære at en eller flere rettigheter eller plikter overføres mellom fysiske og/eller juridiske personer.⁵⁵ De bakenforliggende hensikter med en slik transport av rettigheter eller plikter kan være mange, men det har tradisjonelt sett vært mest vanlig å anvende det i forbindelse med forretningsmessige forhold. Har man en slik tilnærming til begrepet *”transaksjoner”* synes det naturlig at det kun er de gjennomførte handler og oppdrag som utløser rapporteringsplikten; altså de handler og oppdrag som faktisk har medført en rettighets- eller pliktovergang. Språklig sett kan vel neppe planlegging av en fusjon, emisjon eller en due dilligence gjennomgang da sies å være en *”transaksjon”*. Dette trekker i retning av at det kun er de gjennomførte handler og oppdrag som omfattes. Tolker man ordet *”transaksjon”* kontekstuellet trekker det mer i retning av at også forberedende handlinger kan utløse rapporteringsplikt, jfr. ordlyden i første ledd. Denne fortolkningen får ytterligere støtte av forarbeidene. I Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) s. 91 legges det til grunn, i tråd med

⁵⁴ Ordet transaksjon er i følge bokmålsordboka en avstamning av det latinske ordet *transigere*, som betyr *”å drive gjennom”*.

⁵⁵ Hvitvaskingslovens § 2 nr. 2 definerer en transaksjon som *”enhver overføring, formidling, ombytting eller plassering av formuesgoder”*.

Kredittilsynets anbefaling, at omstendigheter som gir grunn til mistanke allerede på et forberedende stadium kan utløse rapporteringsplikt. Departementet uttaler på s. 91 at:

En normal forståelse av den engelske ordlyden i direktivet art. 6 nr. 9 « arranging transactions in financial instruments » tyder etter departementets vurdering i retning av at tilrettelegging og forberedende handlinger i tilknytning til en forestående transaksjon omfattes.

Det er etter dette klart at vphl. § 2-11 kan pålegge en rapporteringsplikt både ved rene forberedende handlinger og etter gjennomførte transaksjoner.⁵⁶ Det samme må være tilfelle for andre tilknyttede tjenester som verdipapirforetaket tilbyr, jfr. vphl. § 8-1. En nødvendig forutsetning for dette er at det foreligger ”rimelig grunn til mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon” også på dette stadiet. For at en slik mistanke skal oppstå i slike tilfeller vil det ofte være med bakgrunn i tidligere gjennomførte transaksjoner, markedsatferd eller lignende. Mistankekravet behandles videre i kapittel 5.2.5.

Det gis heller ingen anvisning på transaksjonens art. Hensynet til et helhetlig lovverk tilsier at i hvert fall de transaksjoner som vphl. § 2-3 nevner i forbindelse med innsidehandelsforbudet bør omfattes. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) nevner at bl.a. tegning, kjøp, salg og bytte av finansielle instrumenter skal ansees som transaksjoner som etter forholdene kan medføre rapporteringsplikt. Departementet uttaler om dette på s. 91:

Departementet slutter seg videre til Kredittilsynets vurdering av at uttrykket «transactions» må forstås vidt. Bl.a. må tilrettelegging og gjennomføring av kjøp, salg, tegning og bytte av finansielle instrumenter anses som transaksjoner som kan være rapporteringspliktige hvis det foreligger tilstrekkelig mistanke.

⁵⁶ Det følger for øvrig av Ot. prp. nr. 72 (2002-2003) Lov om tiltak mot hvitvasking av utbytte fra straffbare handlinger m.v. s. 25 at transaksjonsbegrepet i hvitvaskingslovens § 7 skal tolkes vidt, og at både fremtidige og foretatte transaksjoner omfattes.

Videre er det naturlig at rapporteringsplikt oppstår når verdipapirforetaket yter tilknyttede tjenester som nevnt ovenfor, selv om det ikke innebærer noen av de nevnte rettighetsovergangene.

5.2.3.2 Virksomhetens art

Det er inntatt en kvalitativ avgrensning i bestemmelsen i forhold til hvilken type virksomhet som omfattes av rapporteringsplikten. Det er kun de som *”på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter”* som er underlagt rapporteringsplikt. Kjernen i begrepet *”på forretningsmessig basis”* er de tjenester som ytes som et ledd i sin virksomhet mot vederlag. De tjenester som verdipapirforetakene normalt yter, og mottar vederlag for i form av kurtasje, provisjon eller lignende, vil typisk karakteriseres som *”på forretningsmessig basis”*. Et særlig spørsmål som da reiser seg er om transaksjoner som er foretatt gjennom verdipapirforetakets systemer uten at det ytes vederlag kan gi grunnlag for rapporteringsplikt. Er tjenesten av en slik art at den i det ytre fremstår som noe som vanligvis omfattes av foretakets virksomhet er det naturlig å knytte rapporteringsplikt til den; særlig vis den er forretningsmessig organisert. Det kan ikke settes et absolutt krav om at det ytes vederlag mot de tjenester som ytes av foretaket. Effektivitets- og bevisshensyn taler for dette. Det kan tenkes situasjoner hvor noen ville prøvd å omgå rapporteringsplikten ved å hevde at det ikke er mottatt vederlag for tjenestene. Dette ville vært en enkel måte å omgå rapporteringsplikten på, og det ville medført en uthuling av forpliktelsene som loven legger opp til dersom det var et absolutt krav til vederlag. Videre kan det være situasjoner hvor ansatte i foretaket foretar handlinger som isolert sett omfattes av transaksjonsbegrepet i bestemmelsen, men som ikke har en forretningsmessig hensikt. Slikt kan være uformell rådgivning til bekjente i forhold til deres handel med finansielle instrumenter. Skjer slikt helt sporadisk og uten at verdipapirforetakets systemer benyttes er man utenfor kvalifikasjonskravet i bestemmelsen, og det skal følgelig ikke pålegges rapporteringsplikt i forhold til disse handlingene. Hvis for eksempel rådgivningen er av en mer varig og omfattende karakter eller hvis

verdipapirforetakets systemer er involvert i dette, vil man fort kunne nærme seg grensen for rapporteringspliktige handlinger.

5.2.4 Tilknytningskrav

Det er to tilknytningskrav som må drøftes i forhold til vphl. § 2-11 første ledd. Det første tilknytningskravet dreier seg om hvorvidt det må være en direkte sammenheng mellom de omstendigheter som utløser mistanken og de mistenkelige transaksjonene for at rapporteringsplikten skal inntre, mens det andre er hvorvidt det kreves tilknytning mellom verdipapirforetakets virksomhet og de mistenkelige transaksjoner

Når det gjelder det første tilknytningskravet så fremgår det av bestemmelsens første ledd at rapporteringsplikten gjelder ved mistanke *”i tilknytning til slike transaksjoner”*.

Forarbeidene er tause om innholdet i dette tilknytningskravet. Ordlyden trekker i retning av at det ikke skal oppstilles noe krav til at det må være en direkte sammenheng mellom de transaksjoner/forhold som utløser mistanken og de mistenkelige transaksjonene, jfr. *”slike transaksjoner”*. Det kan tenkes situasjoner hvor bestemte disposisjoner i finansielle instrumenter kan kaste lys over tidligere markedsatferd. Ved salg av en større aksjepost kan f. eks. tidligere aktivitet i aksjen virke mistenkelig dersom det kan ha hatt en påviselig effekt på kursene. Også tilfeller hvor informasjon er fremkommet i forskjellige deler av foretaket kan utløse rapporteringsplikt. Compliance avdelingen kan i sitt arbeid få mistanke mot handler gjort ved meglerbordene. De har da en plikt til å rapportere til Kredittilsynet uavhengig av om mistanken retter seg mot foretakets ansatte, som for eksempel aktivt forvalter en portefølje, eller investorene. Hensynene bak rapporteringsplikten taler også til fordel for en slik forståelse av bestemmelsen. Det ville medført et for snevert anvendelsesområde dersom det måtte innfortolkes et krav om direkte tilknytning i bestemmelsen. Det følger for øvrig av fortalen til kommisjonsdirektiv 2004/72/EF nr. 9 at:

Certain transactions by themselves may seem completely void of anything suspicious, but might deliver such indications of possible market abuse, when seen in perspective with other transactions, certain behaviour or other information.

Kredittilsynet gir i sitt rundskriv 14/2005 s. 19 uttrykk for en tilsvarende rettsoppfatning, og det samme gjør CESR i sin nivå 3 rapport.

I forhold til det andre tilknytningskravet er problemstillingen i hvilken grad det kreves at verdipapirforetaket er involvert i de aktuelle transaksjonene. Også her er det naturlig å ta utgangspunkt i formuleringen ”i tilknytning til slike transaksjoner”. Ser man dette i sammenheng med det øvrige innholdet i første ledd så taler en kontekstuell forståelse av dette for at rapporteringsplikten gjelder ved transaksjoner i finansielle instrumenter som verdipapirforetakene ”gjennomfører eller tilrettelegger”. Verdipapirforetakene rapporteringsplikt begrenser seg altså til de transaksjoner som kan knyttes konkret til deres virksomhet. Følgelig har de ikke noen plikt til å rapportere inn til myndighetene om de i en anledning skulle komme over opplysninger om at for eksempel et annet verdipapirforetak er innblandet i noen form for markedsmisbruk som de selv ikke har noen tilknytning til. En generelt utformet rapporteringsplikt som omfatter alt som rører seg i bransjen ville medført et altfor bredt nedslagsfelt, og det ville vært problematisk å håndheve det. Det kunne også ha medført uønskede konsekvenser mellom de forskjellige foretakene, jfr. det som er sagt i kapittel 4.1. En annen sak er om foretakene skal varsle hverandres compliance avdelinger med bakgrunn i god meglerskikk eller lignende. Jeg går ikke lenger i disse spørsmålene av hensyn til oppgavens avgrensning.

5.2.5 Rapporteringspliktens inntreden

5.2.5.1 Mistankekravet

Plikten til å rapportere inntreder dersom det foreligger ”rimelig grunn til mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon”. Begrepet ”rimelig grunn til mistanke” reiser to

særlige problemstillinger. Det må for det første fastlegges hvilke krav det skal stilles til omstendigheter som kan utløse mistanke, og for det andre må det avgjøres hvilken sannsynlighet det kreves for at mistanken er riktig.⁵⁷ Forarbeidene er sparsomme i forhold til hvordan mistankekravet i bestemmelsen skal forstås.

Når det gjelder kravet til grunnlaget for mistanken trekker ordlyden i retning av at det må foreligge visse objektivt ytre konstaterbare omstendigheter som underbygger mistanken, jfr. "rimelig grunn". Det kan tenkes at den rapporteringspliktige kjenner igjen typiske situasjoner eller handlingsmønstre som tidligere har forekommet i innsidesituasjoner, eller det kan være at en investor handler på en måte som strider med hans tidligere kjøpshistorikk og fremgangsmåte. Forskrift av 1. juli 2005 nr. 785 § 2-1 oppstiller en rekke momenter som kan være aktuelle i vurderingen av om handelsordrer eller transaksjoner utgjør markedsmanipulasjon. Det er særlig forhold knyttet til spesielle kursfluktuasjoner og uvanlige omsetningsvolum som nevnes der. Dette er forhold som er objektivt konstaterbare, og kan følgelig danne grunnlag for en mistanke. Det er vanskelig å sette opp faste kriterier for hva som kan danne grunnlag for mistanke, og man må nødvendigvis foreta en konkret vurdering av hvert enkelt tilfelle. Dette følger også av kommisjonsdirektiv 2004/72/EF, som sier at personer underlagt rapporteringsplikt må:

decide on a case-by-case basis whether there are reasonable grounds for suspecting that a transaction involves insider dealing or market manipulation, taking into account the elements constituting insider dealing or market manipulation, referred to in Articles 1 to 5 of Directive 2003/6/EC.

⁵⁷ En videre redegjørelse for mistankekravets to sider kan finnes i NOU 2004:6 Mellom effektivitet og personvern s. 49-50. Det som drøftes der er mistanke som et inngangskriterie for å ta i bruk ulike politimetoder. NOUen får ikke direkte anvendelse på verdipapirrettens område, men kan være illustrerende for hvordan mistankekravet skal vurderes; særlig med tanke på at vphl. § 2-11 er et straffebud. Hov (1999) er også inne på dette på s. 49 flg., og Axelsen og Hopsnes (2005) drøfter dette på s. 25.

Rene subjektive formodninger uten støtte i konkrete forhold kan neppe sies å utløse rapporteringsplikt; særlig hvis man tar i betraktning at rapporteringsplikten vil være en inngripen i taushetsplikten og tillitsforholdet som foreligger mellom verdipapirforetakene og deres klienter.

Det gis heller ikke klare holdepunkter i ordlyden for hvilken grad av sannsynlighet som kreves for at de straffbare forhold faktisk skal materialiseres. *"Rimelig grunn til mistanke"* trekker i retning at det må kreves noe mer enn en helt perifer mulighet for at forholdene inntreffer. Rent språklig minner ordlyden i § 2-11 om de mistankekravene vi finner i straffeprosessloven § 171. Det kreves etter den bestemmelsen *"skjellig grunn"* til mistanke, og Høyesterett har i Rt. 1993 s. 1302 gitt uttrykk for at dette skal i det minste innebære et krav om sannsynlighetsovervekt. Det fremgår av førstvoterendes votum at *"skjellig grunn til mistanke betød at det måtte være mer sannsynlig at siktede hadde begått handlingen enn at han ikke hadde det"*. Et tilsvarende krav om kvalifisert mistanke kan ikke oppstilles som vilkår for rapporteringspliktens inntreden etter vphl. § 2-11. I Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) s.91 slutter departementet seg til Kredittilsynets standpunkt om at *"rimelig grunn ikke skal forstås strengt og at det neppe kan oppstilles krav om sannsynlighetsovervekt"*.⁵⁸ Et slikt sannsynlighetskrav vil formodentlig harmonere best med formålene bak bestemmelsen; særlig hvis man tar i betraktning at det i saker om innsidehandel og markedsmanipulasjon ofte vil være komplisert og ressurskrevende å fastslå om det faktisk er begått straffbare handlinger, jfr. det som er sagt om begrepene innsidehandel og markedsmanipulasjon. Rapporteringsplikten har for øvrig også en funksjon knyttet til utførelse av kontroll og tilsyn med markedsatferd, og det trekker også i retning av at det ikke bør stilles alt for høye krav til grunnlaget for mistanken. Et vesentlig mothensyn mot det å sette en lav terskel for rapporteringspliktens inntreden er faren for at et stort antall innrapporteringer vil få en ødeleggende effekt på tilsynsmyndighetenes kapasitet, noe som igjen kan føre til at vphl. § 2-11 blir en bestemmelse uten reell og praktisk betydning. Det er som nevnt ovenfor ønskelig med mange innrapporteringer. Dette vil være et klart tegn på at

⁵⁸ Tilsvarende i Kredittilsynets rundskriv 14/2005.

rapporteringsordningen virker etter sitt formål, og at pliktsubjektene etter bestemmelsen tar den rollen de er blitt tildelt på alvor. Men hvis et lavt mistankekrav fører til et stort antall kvalitativt dårlige innrapporteringer vil dette direkte motvirke ønsket om at myndighetene skal føre en effektiv kontroll og tilsyn med markedene, og bekjempe uønsket og ulovlig markedsatferd.

Etter min oppfatning bør det legges avgjørende vekt på de rettskildene som trekker i retning av en lav terskel for rapporteringsplikten inntreden. Forarbeidene er klare på dette, og erfaring fra praksis har vist at tilsynsmyndighetenes kapasitet så langt ikke har blitt utfordret i nevneverdig grad. Innføringen av en rapporteringsplikt vil ved siden av de nevnte formål også ha et visst oppdragende formål i forhold til aktørene i markedet, og et lavt mistankekrav kan hjelpe til med bevisstgjøringen av pliktsubjektene tildelte rolle. Men det er grunn til å være både bevisst og oppmerksom på de følgene et lavt mistankekrav kan medføre, slik at tilsynsapparatet ikke settes ut av spill.

Innsidehandel og markedsmanipulasjon kan forekomme i mange former. CESR har utarbeidet en rekke eksempler på handlingsmønstre som kan indikere innsidehandel eller markedsmanipulasjon, og følgelig danne grunnlag for *"rimelig grunn til mistanke"*. Det nevnes for eksempel tilfeller hvor investorer insisterer på at transaksjoner må gjennomføres innen visse tidsfrister eller uansett hvilken kurs det er på det aktuelle tidspunktet. Andre eksempler er tilfeller hvor det legges inn en betydelig handelsordre i ordreboken for så å trekke de rett før handelen skal gjennomføres. Jeg går ikke videre i å gjengi alle eksemplene CESR stiller opp, men viser til nivå 3 rapportens s. 14 flg.

Det vil ofte være en glidende overgang mellom grunnlaget for mistanken og sannsynligheten for at tilfellene faktisk inntreffer. Sannsynligheten for innsidehandel og markedsmanipulasjon vil i de fleste tilfeller øke proporsjonalt med de forhold som ligger til grunn for mistanken.

5.2.5.2 Straks-kriteriet

Det kreves ingen direkte tilknytning mellom mistanken og konkrete transaksjoner, jfr. det som er sagt i kapittel 5.2.4 om tilknytningskravet. Dette innebærer at en rapporteringspliktig mistanke kan oppstå som følge av en rekke omstendigheter som har oppstått uavhengig av hverandre. Det er derfor nødvendig med en konkret vurdering av alle forhold som kan spille inn for å avgjøre om det kan sies å foreligge en *"rimelig grunn til mistanke"*. Foreligger en tilstrekkelig grad av mistanke skal det rapporteres til Kredittilsynet *"straks"*. Språklig sett innebærer *"straks"* at vedkommende som har en berettiget mistanke uten opphold skal rapportere etter at den aktuelle informasjon blir tilgjengelig for å unngå straffeansvar etter bestemmelsen. Gode grunner taler for at man i slike tilfeller tillater en viss mulighet til å vurdere situasjonen, og ta forholdene opp med foretakets ledelse, compliance avdeling og eventuelt en juridisk rådgiver. Det er jo en rettslig vurdering som må avgjøre om vilkårene for rapporteringsplikt er til stede. Det vil derfor være mest hensiktsmessig å tolke kriteriet *"straks"* innskrenkende, slik at de rapporteringspliktige har anledning til å områ seg. Utgangspunktet for vurderingen av *"straks"*-kriteriet må nødvendigvis avgjøres på bakgrunn av den rapporteringspliktiges subjektive vurderinger av når mistankekravet kan sies å være oppfylt. Men for å få en regel det er mulig å håndheve må man vurdere denne subjektiviteten på bakgrunn av aktuelt og foreliggende materiale, og ut ifra det avgjøre når den rapporteringspliktige burde hatt *"rimelig grunn til mistanke"*. Mistankekravet er som nevnt ovenfor ingen eksakt størrelse som lar seg påvise av faste kriterier. Det kan derfor være problematisk å finne et nøyaktig utgangspunkt for når man skal vurdere *"straks"*-kriteriet.

5.2.5.3 Undersøkelsesplikt

Hvis en rapporteringspliktig får en berettiget mistanke om innsidehandel og markedsmanipulasjon reiser det seg spørsmål om man har en plikt til foreta videre

undersøkelser av forholdene for å avgjøre om det foreligger *"rimelig grunn til mistanke"*.⁵⁹ Det er ikke direktiv- eller lovfestet et krav om undersøkelsesplikt ved mistanke slik tilfellet er i hvitvaskingslovens § 7, og forarbeidene tar heller ikke stilling til dette. Hensikten med å innføre rapporteringsplikten i norsk rett er som nevnt å få en mer effektiv bekjempelse av økonomisk kriminalitet og uønsket markedsatferd. Verdipapirforetakene skal hjelpe tilsynsmyndighetene med å oppdage flere lovbrudd og med å kanalisere sine ressurser mot de riktige tilfellene. Hvis verdipapirforetakene skulle ukritisk rapportere inn alle tilfeller hvor det er grunnlag for mistanke, ville det fort virket mot bestemmelsen hensikt. Det vil ofte være langt mer ressurskrevende for Kredittilsynet å gå inn og vurdere grunnlaget for en mistanke enn det er for en compliance avdeling som har direkte tilknytning til de øvrige deler av foretaket. Tilsynets ressurser kan på denne måten bli bundet opp på en uhensiktsmessig måte, og det kan medføre unødvendige problemer for verdipapirforetakenes handel og klientforhold for øvrig. En effektiv funksjonsfordeling taler da for at det kan innfortolkes et krav om en viss undersøkelsesplikt i kravet om *"rimelig grunn til mistanke"*. En eventuell undersøkelsesplikt må imidlertid kun rette seg mot selve mistanken. Begynner man å undersøke de faktiske forholdene nærmere beveger man seg fort over i den rollen Kredittilsynet er tildelt. Kredittilsynet deler tilsynelatende denne oppfatningen, og uttaler i rundskriv 14/2005 at det ikke kan *"oppstilles noen vidtgående undersøkelsesplikt for den rapporteringspliktige"*. Formuleringen i kommisjonsdirektiv 2004/72/EF kan også tale for en slik lovforståelse. Det fremgår der at mistankekravet skal avgjøres *"on a case-by-case basis"*. En slik individualisert vurdering som det legges opp til vil nødvendigvis innebære en viss undersøkelse av realiteten i mistanken. Jeg finner det imidlertid tvilsomt om man ut ifra de overnevnte kildene kan pålegge de rapporteringspliktige en utvidet, aktiv undersøkelsesplikt. Det har som nevnt verken lov- eller direktivhjemmel, og de nevnte hensyn kan neppe sies å veie tungt nok til å begrunne en selvstendig plikt som ikke har hjemmel. Pliktbegrepet tilsier at en pålagt selvstendig undersøkelsesplikt vil kunne sanksjoneres som en overtredelse av

⁵⁹ Det er i realiteten snakk om en utvidet undersøkelsesplikt. Verdipapirforetakene vil alltid ha en viss grad av undersøkelsesplikt i forhold til om deres virksomhet holder seg innen lovens rammer. Compliance avdelingen sitter ofte i samme rom som meglerne, og følger regelmessig med på aktivitetene der.

bestemmelsen dersom det ikke overholdes, og uten lovhjemmel vil det føre for langt å gi bestemmelsen et slikt innhold. Det kan virke som om Kredittilsynet er av den oppfatningen at en slik plikt foreligger, jfr. forutsetningsvis det som er sitert fra rundskrivet ovenfor. Etter denne drøftelsen av det aktuelle rettskildematerialet vil en slik oppfatning gi uttrykk for en uriktig rettsoppfatning, og det kan være mer hensiktsmessig at man heller taler om en undersøkelsesrett for verdipapirforetakene, jfr. det som er sagt ovenfor om ”*straks*”-kriteriet i vphl. § 2-11 første ledd.

5.3 Taushetsplikt

Det følger av § 2-11 andre ledd at den som rapporterer ”*ikke skal informere noen andre*” om at mistanken er rapportert til Kredittilsynet. Den som rapporterer er altså pålagt en taushetsplikt vedrørende de aktuelle forhold som meddeles tilsynsmyndighetene. Språklig sett innebærer dette at man ikke meddeler en innrapportering til noen utenfor den kompetente myndighet; verken internt i foretaket eller eksternt. Også dette kravet kan det være grunn til å tolke innskrenkende. Med bakgrunn i det som er sagt ovenfor om kontakt med compliance avdelingen er det naturlig at compliance avdelingen, og eventuelt ledelsen, har oversikt over tilfeller som rapporteres til Kredittilsynet. Praksis i verdipapirforetakene er jo ofte at det nettopp er disse avdelingene som står for kontakten med Kredittilsynet.⁶⁰ De reelle formålene bak andre ledd er å hindre bevisforspillelse, at den som innrapporteres ikke skal kunne endre sin planlagte transaksjon som følge av at mistanke er rettet mot ham og at forholdet skal underlegges en nøytral vurdering av en utenforstående. Det vesentlige i denne forbindelse er følgelig at informasjon om meldingen ikke tilkommer den som er innrapportert i forbindelse med de mistenkelige forhold. Departementet uttaler i Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) s. 88 at:

⁶⁰ Meldingssystemet etter hvitvaskingsloven er tilrettelagt på denne måten, jfr. hvitvaskingslovens § 13 3. pkt. og forskrift om tiltak mot hvitvasking av utbytte fra straffbare handlinger m.v. § 11 første ledd.

Det er åpenbart meget viktig at personen som mistenkes for innsidehandel eller markedsmanipulasjon, ikke gis foranledning til å anta at Kredittilsynet vil undersøke forholdet. Begrunnelsen for dette er faren for bevisforspillelse, samt at forholdet skal vurderes av en utenforstående.

Andre ledd bør derfor tolkes slik at informasjon om inngitt melding skal holdes til et nødvendig minimum av personer. Dette gjelder i prinsippet uavhengig om mistanken retter seg mot verdipapirforetakenes ansatte eller deres klienter. Kredittilsynet er av samme oppfatning, jfr. rundskriv 14/2005 s. 21.

Et særlig spørsmål som reiser seg er om rapporteringspliktige fra forskjellige verdipapirforetak kan konferere med hverandre på tross av taushetsplikten i andre ledd. Det kan tenkes tilfeller hvor det foretas nærmere undersøkelser for å fastslå om det foreligger ”rimelig grunn til mistanke” i forbindelse med transaksjoner hvor flere verdipapirforetak er involvert. En eventuell mistanke kan i slike tilfeller fort avkreftes eller bekreftes ved kommunikasjon mellom de rapporteringspliktige i de forskjellige foretakene. I hvitvaskingslovens § 11 andre ledd er det lagt opp til at en slik kommunikasjon kan finne sted mellom visse grupper av rapporteringspliktige uten hinder av taushetsplikten. Det vil på mange måter være en effektiv og ressursbesparende ordning at man tillater kommunikasjon mellom ulike rapporteringspliktige, og det vil i så måte fremme hensynene som bestemmelsen bygger på. På den annen side så er det sterke personvern hensyn som gjør seg gjeldende i forbindelse med rapporteringsplikten. Det er til dels sensitive opplysninger av både økonomisk og personlig art som ligger til grunn for eventuelle mistanker, og som nevnt ovenfor så er kravet til mistanken for å rapportere lav. Det kan i mange tilfeller være belastende for personer som har en mistanke rettet mot seg hvis de aktuelle opplysningene spres utenfor det enkelte verdipapirforetak; særlig med tanke på den lave rapporteringsterskelen. En slik adgang til utveksling av informasjon vil i så fall måtte være avhengig av at sannsynligheten for at mistanken skulle materialisere seg var høyere enn det lave mistankekravet som pålegger rapporteringsplikt. Et slikt differensiert mistankekrav ville i seg selv vært komplisert å praktisere, og det vil uansett ofte være

vanskelig å fastlegge de faktiske forhold uten nærmere undersøkelser. Med bakgrunn i dette er det naturlig at det legges til grunn at taushetsplikten i vphl. § 2-11 andre ledd vil være til hinder for eventuell kommunikasjon mellom rapporteringspliktige i ulike verdipapirforetak. Personvern hensynene må tillegges betydelig vekt, og en eventuell fravikelse fra taushetsplikten bør i så fall komme eksplisitt til uttrykk i lovteksten.

Taushetsplikten i andre ledd kan være problematisk i forhold til selvinkriminering, jfr. kapittel 4.2. Hvis en megler har konkrete mistanker om at straffbare handlinger vil bli begått vil han måtte avstå fra å for eksempel gjennomføre en innlagt handel for å unngå et mulig medvirkeransvar. Slik atferd fra en ansatt i verdipapirforetaket vil rimeligvis vekke oppmerksomhet hos enhver investor, og det kan foranledige ytterligere undersøkelser fra dennes side. Som nevnt så er noe av hensynet bak andre ledd å unngå at den som mistanken retter seg mot skal kunne endre sin planlagte atferd kun fordi han får kunnskap om dette. Stilt ovenfor et dilemma som i eksempelet ovenfor vil nok de fleste rasjonelle meglere velge å ikke sette seg selv i en medvirkerposisjon, og derfor unnlate å legge inn handelen med den følge at investoren indirekte får et varsel om at noe er i gjære. Det vil i disse tilfellene teknisk sett foreligge et varsel som strider med ordlyden i andre ledd. Det ville være urimelig å legge til grunn en forståelse av bestemmelsen som omfatter disse og tilsvarende typetilfeller under taushetsplikten, og bruken av andre ledd bør forbeholdes de tilfeller hvor den som rapporterer gjør noe aktivt og forsettelig for å varsle den mistanken retter seg mot.

5.4 Rapporteringspliktens forhold til øvrig taushetsplikt

Verdipapirforetakene er underlagt taushetsplikt i forhold til sine klienter. Denne taushetsplikten er delvis lovfestet, se blant annet vphl. § 9-8, og delvis ulovfestet. Den ulovfestede taushetsplikten kan være forankret i samarbeidsavtalen mellom verdipapirforetakene og klientene. Det er i tillegg en viss tradisjon for hemmelighold av klientrelasjoner i meglerbransjens kultur, og dette er på mange måter en nødvendig forutsetning for deres virksomhet. Tillit blant investorene er avgjørende for om de ønsker å

benytte seg av deres investeringstjenester.⁶¹ Dersom en av verdipapirforetakenes ansatte skulle rapportere inn forhold han måtte finne mistenkelig ville dette klart stride mot deres taushetsplikt, og både foretaket og den enkelte ansatte kunne i så fall bli eksponert for en rekke sanksjoner av ulik art. Det er derfor inntatt i vphl. § 2-11 tredje ledd en bestemmelse som skjermer den som rapporterer fra slike sanksjoner. Ordlyden slår fast at det ikke vil være brudd på *”noen form for taushetsplikt”* å rapportere inn mistanker etter første ledd. Det er naturlig å forstå denne ordlyden dit hen at så vel lovfestet som kontraktsfestet taushetsplikt ikke vil utgjøre et hinder for å rapportere inn mistenkelige tilfeller. En tilsvarende forståelse av ordlyden legges til grunn i Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) s. 92. Hensynet til en effektiv rapporteringsordning taler også for at det ikke bør gis grunnlag for erstatning eller straff ved brudd på lovfestet eller ulovfestet taushetsplikt. Uformelle sanksjoner som følge av brudd på taushetsplikt kan derimot ikke reguleres ved lov. Føler en av verdipapirforetakets klienter at den nødvendige tilliten ikke lenger foreligger mellom partene etter en eventuell innrapportering så er det selvfølgelig opp til den enkelte om han ønsker å opprettholde samarbeidet.

Et særlig vilkår som må være oppfylt for at den rapporterende part skal gå klar av eventuelle sanksjoner som følge av brudd på taushetsplikten er at meldingen inngis i *”god tro”*. Bakgrunnen for dette vilkåret er at man ikke skal kunne inngi meldinger med en mer eller mindre sjikanøs hensikt. Som nevnt så vil det ofte kreve en omfattende ressursbruk å avdekke mulige innsidehandler eller markedsmissbruk, og den innrapporterte part vil kunne bli underlagt til dels omfattende kontrolltiltak. Faren for å bli utsatt for sanksjoner som følge av et uberettiget brudd på taushetsplikten vil også sørge for at Kredittilsynet får kanalisert sine ressurser mot de tilfeller som potensielt innebærer reelle tilfeller av innsidehandel eller markedsmanipulasjon. Ordlyden i tredje ledd tilsier at den som rapporterer må ha en subjektiv overbevisning av en viss grad for at man skal kunne påberope seg ansvarsfritaket. For å kunne slå fast om dette er oppfylt må man nødvendigvis ta utgangspunkt i ytre konstaterbare omstendigheter som kan berettige en melding. Det er i

⁶¹ Dette behandles ytterligere i Axelsen og Hopsnes (2005) s. 23 flg. Se også kapittel 1.4.

så måte naturlig å knytte denne vurderingen opp mot grunnlaget for mistanken, jfr. kapittel 5.2.5.1. Forarbeidene er tause i forhold til hvordan ”god tro” kravet i tredje ledd skal forstås. Tar man i betraktning at ”rimelig grunn til mistanke” ikke skal forstås strengt er det naturlig at man heller ikke kan kreve veldig mye før man kan sies å være i ”god tro”. Hensynene bak rapporteringsplikten taler også for en lav god tro terskel, slik at man oppnår en høyest mulig innrapportering av berettigede mistanker. Med bakgrunn i dette burde for så vidt terskelen for når man kan sies å være i ”god tro” ligge noe lavere enn hva som kan kreves for at det skal kunne sies å foreligge ”rimelig grunn til mistanke”, slik at en eventuell melding i hvert fall ikke hindres av vedkommendes frykt for å bli eksponert for sanksjonsmuligheter. Også i forhold til dette kriteriet er det grunn til å være oppmerksom på hva følgen kan bli av at terskelen for rapporteringsplikten inntreden blir for lav, jfr. drøftelsen i kapittel 5.2.5.1.

5.5 Kompetent myndighet og meldingens innhold

Det følger av MAD art. 11 at det skal utpekes et forvaltningsorgan som skal være kompetent myndighet i forhold til kontroll og håndhevelse av rapporteringsplikten. Det er Kredittilsynet som har blitt valgt som kontrollorgan i norsk rett. Dette er for så vidt naturlig med tanke på at Kredittilsynets mandat blant annet er tilsyn med markedsplassene, som videre skal bidra til ordnede markedsforhold og finansiell stabilitet.⁶² Et av hensynene bak rapporteringsplikten er jo som nevnt tidligere å gi de kontrollerende organer økt innsikt og kontroll med markedsatferd. Internt i Kredittilsynet så er det Markedsatferdsseksjonen, underlagt Avdeling for markedstilsyn, som mottar og behandler rapportene. Kommer avdelingen etter en vurdering til at det kan være grunnlag for en strafferettslig forfølgning må saken sendes videre til ØKOKRIM⁶³ som har den nødvendige påtalekompetansen.⁶⁴

⁶² Videre opplysninger om Kredittilsynets mandat og arbeid for øvrig kan finnes på <http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?p=1050>

⁶³ Den sentrale enhet for etterforskning og påtale av økonomisk kriminalitet og miljøkriminalitet.

Det er for øvrig viktig å være bevisst på hva en rapportering etter vphl. § 2-11 innebærer, og på forskjellen mellom en rapportering og en anmeldelse av et straffbart forhold. En eventuell rapportering vil danne grunnlag for ytterligere undersøkelser foretatt av Kredittilsynet som uavhengig kontrollorgan. I mange tilfeller vil en mistanke falle bort etter at man for eksempel har hørt gjennom opptakene som er gjort av telefonsamtaler i forbindelse med en handel, og den mistanken rettet seg mot vil ofte ikke være bevisst på de undersøkelser som er foretatt. Kommer man derimot til den konklusjon at det er grunnlag for å prøve saken for domstolene og inngir en anmeldelse av forholdet kan den innrapporterte få stilling som mistenkt/siktet etter straffeprosessloven. Man vil da få en rekke rettigheter som man ikke vil få ved at det bare innrapporteres til Kredittilsynet. Jeg behandler ikke den mistenktes/siktedes straffeprosessuelle rettigheter videre her av hensyn til oppgavens problemstilling og avgrensning.

Det nærmere innholdet i meldingene presiseres i forskrift av 1. juli 2005 nr. 785 § 3-1. Bestemmelsens første ledd lyder som følgende:

§ 3-1. Meldingens innhold

(1) Melding etter verdipapirhandelloven § 2-11 skal inneholde:

- a) beskrivelse av transaksjonen, herunder type ordre og type handel,*
- b) opplysninger om bakgrunnen for at den rapporteringspliktige har mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon,*

⁶⁴ Rette adressat for rapporter inngitt etter hvitvaskingslovens § 7 er ØKOKRIM. Det ble drøftet i Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) om det ikke var mest hensiktsmessig at rapporter etter vphl. også skulle behandles av ØKOKRIM. Det ble anført at ØKOKRIM allerede hadde kompetanse og innarbeidede rutiner for å motta slike rapporter, og at faren for dobbeltrapporteringer ville bli borte. Departementet uttalte i forarbeidene at eventuelle tilfeller av dobbeltrapportering ikke ville være særlig byrdefullt for de som rapporterer, og viste videre til tilsyns- og kontrollhensynene bak rapporteringsplikten.

- c) opplysninger om identiteten til personen transaksjonen foretas på vegne av og eventuelle andre parter til transaksjonen,*
- d) opplysninger om den rapporteringspliktige opptrer for egen eller fremmed regning, og*
- e) alle andre opplysninger som kan være relevante ved vurdering av den mistenkelige transaksjonen.*

Det som følger av første ledd er minimumskrav for hva meldingene skal inneholde, jfr. formuleringen ”skal” i første ledd. Melding skal inngis til Kredittilsynet selv om ikke alle de overnevnte opplysninger er tilgjengelige på rapporteringstidspunktet. I slike tilfeller skal meldingen inneholde en begrunnelse for hvorfor det foreligger mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon, og manglende opplysninger kan sendes inn senere tidspunkt, jfr. § 3-1 andre ledd.

Datatilsynet påpekte i høringsrunden at sensitive personopplysninger ikke kan sendes inn pr. e-post, slik som det var foreslått i kommisjonsdirektiv 2004/72/EF art. 10, med mindre informasjonen krypteres eller lignende. Departementet sluttet seg til synspunktet om at det kunne være problematisk i forhold til personopplysningsloven, og inntok en forskriftsadgang i vphl. § 2-11 fjerde ledd som skulle bestemme nærmere regler rundt selve oversendelsen av opplysninger til Kredittilsynet. Det nevnes eksplisitt i forskriftens § 3-1 tredje ledd at melding kan sendes ”*per post, telefaks, telefon eller på annen måte som Kredittilsynet bestemmer*”. Det avgjørende for hvorvidt melding kan sendes inn pr. e-post må være hvor sensitivt innholdet i meldingen er. I Ot. prp. nr. 92 (1998-1999) Om lov om behandling av personvernopplysninger uttaler departementet at:

Også andre typer opplysninger enn dem som nevnes i nr 8 (personopplysningsloven § 2 nr. 8 – min anmerkning) kan etter omstendighetene oppfattes som følsomme. Dette kan bl.a. gjelde opplysninger om private økonomiske forhold og opplysninger som gir et så detaljert bilde av den registrerte at det av den grunn oppleves som ubehagelig.

Tar man slike forhold i betraktning ser man at informasjonen i en melding vedrørende mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon fort må ansees for å være sensitivt, jfr. meldingens innhold i § 3-1 første ledd. Gode grunner taler derfor for at man på generelt grunnlag unngår å sende meldinger pr. e-post. Kredittilsynet uttaler for øvrig i sitt høringsnotat til bestemmelsen at det i utgangspunktet ikke skal inngis melding pr. e-post, men at det kan åpnes for dette på et senere tidspunkt. De uttaler videre at det i så fall må treffes nødvendige foranstaltninger for at en sikker kommunikasjon mellom de rapporteringspliktige og Kredittilsynet skal finne sted, jfr. pol. § 2 nr. 8 og Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) s. 91.

I MAD så oppstilles det et krav om ”*særskilt taushetsplikt*” i forhold til den personen som har rapportert inn et mistenkelig tilfelle, jfr. kommisjonsdirektiv 2004/72/EF art. 11 nr. 2. Det viktige i denne forbindelse er at den personen som innrapporterer kan forvente seg en grad av konfidensialitet som beskytter dennes interesser. Kredittilsynets taushetsplikt fremgår av kredittilsynslovens § 7. Jeg går ikke nærmere inn på det materielle innholdet av Kredittilsynets taushetsplikt, men nøyer meg med å vise til at Kredittilsynet legger til grunn at den særskilte taushetsplikten er oppfylt gjennom den nevnte bestemmelsen. Se for øvrig Ot. prp. nr. 12 s. 92.

5.6 Straff

Som nevnt i kapittel 3.4 så setter ikke MAD noen begrensninger i medlemsstatenes adgang til å ta i bruk strafferettslige sanksjoner i det interne rettssystem for å håndheve forpliktelsene som oppstilles i direktivet. Overtredelse av rapporteringsplikten er gjort til en selvstendig straffbar handling i norsk rett, og forsettelig eller uaktsom overtredelse av vphl. § 2-11 straffes med bøter eller fengsel inntil ett år, jfr. vphl. § 14-3 andre ledd. Brudd på rapporteringsplikten vil som oftest bestå i at den rapporteringspliktige ikke innrapporterer sine mistanker om innsidehandel eller markedsmanipulasjon til Kredittilsynet. Den straffbare handling vil derfor i realiteten teknisk sett bestå av en unnlatelse.

Det foreligger ingen aktuell rettspraksis i forhold til hvilket straffennivå man vil legge seg på ved overtredelse av rapporteringsplikten. Uavhengig av hvilken forståelse man legger til grunn i forhold til kretsen av rapporteringspliktige så vil det nok ofte være hensiktsmessig at det er verdipapirforetakene som sådanne som straffes for unnlatt innrapportering, og ut ifra hvordan man utmåler foretaksstraff etter straffelovens (strl.) § 48a kan man anta at det er bøter som er den mest aktuelle sanksjonen å møte lovbruddene med. Strl. § 48b ramser opp en del momenter som det skal tas særlig hensyn til i avgjørelsen av om straff skal ilegges og eventuelt ved utmålingen av straffens størrelse. Momentene som nevnes der er:

- a) *straffens preventive virkning,*
- b) *overtredelsens grovhet,*
- c) *om foretaket ved retningslinjer, instruksjon, opplæring, kontroll eller andre tiltak kunne ha forebygget overtredelsen,*
- d) *om overtredelsen er begått for å fremme foretakets interesser,*
- e) *om foretaket har hatt eller kunne ha oppnådd noen fordel ved overtredelsen,*
- f) *foretakets økonomiske evne,*
- g) *om andre reaksjoner som følge av overtredelsen blir ilagt foretaket eller noen som har handlet på vegne av det, blant annet om noen enkeltperson blir ilagt straff.*

De samme momentene vil også kunne ha relevans i forhold til en eventuell straffeutmåling for brudd på rapporteringsplikten, og de kan derfor danne et naturlig utgangspunkt for vurderingen av hvilket straffennivå man bør legge seg på ved overtredelse av vphl. § 2-11. Hvis det skulle bli aktuelt å føre en straffesak mot en fysisk person for brudd på rapporteringsplikten vil også en del av momentene i strl. § 48b kunne anvendes som et utgangspunkt for vurderingen, men da selvfølgelig med fokus rettet mot de subjektive omstendigheter rundt personen. Bruk av fengsling i slike saker bør forbeholdes for de særdeles graverende tilfellene av bevisst unnlatt rapportering. Det er viktig å holde fast ved

at det er selve innsidehandelen eller markedsmanipulasjonen som er den handlingen som virkelig vil kunne ha en skadelig effekt på verdipapirmarkedene.

6 AVSLUTTENDE REFLEKSJONER

Som nevnt innledningsvis så er rapporteringsplikten ved mistanke om innsidehandel og markedsmanipulasjon en ny størrelse i norsk rett, og det er vanskelig å trekke holdbare konklusjoner om rapporteringsplikten i praksis på bakgrunn av den korte tiden siden bestemmelsens ikrafttredelse. Jeg skal allikevel kort peke på noe av det foreliggende empiriske materiale i forhold til rapporteringsplikten. Verdipapirforetakene har rapportert inn fem mistenkelige tilfeller av innsidehandel og markedsmanipulasjon i løpet av bestemmelsens første virkeår, mens det totale antall gjennomførte handler over Oslo Børs var på 8 164 615.⁶⁵ Kredittilsynet sendte ut et likelydende brev til samtlige verdipapirforetak den 29.06. d.å. hvor de etterlyste flere meldinger fra foretakene, samt en begrunnelse for den lave innrapporteringen. Bakgrunnen for at de anså rapporteringen for å være lav var erfaringer fra andre land i Europa som også har implementert MAD. Det er vanskelig å foreta en fruktbar analyse av disse tallene, både kvalitativt og kvantitativt, uten en komparativ vurdering av de forskjellige lands regelverk og systemer rundt verdipapirmarkedene, og jeg nøyer meg derfor med å vise til Kredittilsynets foreløpige oppfatning. Jeg bemerker at Kredittilsynet ikke har mottatt innrapporteringer fra noen kredittinstitusjoner, som ved siden av verdipapirforetakene foreløpig er de eneste som er underlagt rapporteringsplikt.

Rapporteringsplikten medfører en ansvarliggjøring av de uavhengige aktørene i verdipapirmarkedene. De står i en sentral posisjon til å avdekke uønsket markedsatferd, og vil være et nyttig tilskudd til den øvrige kontrollvirksomheten myndighetene utfører. En forutsetning for at dette i noen grad skal være et effektivt system er at det gjeldende regelverk er tilgjengelig og brukervennlig for pliktsubjektene, samt at det etableres kontrollrutiner og et sanksjonsapparat som kan sørge for etterlevelse av lovens

⁶⁵ Av disse handlene ble 3 870 197 foretatt av lokalt børsmedlem, 1 755 287 foretatt av fjernmedlem med lokalt kontor og 2 539 132 foretatt av fjernmedlem. Tallene er oppgitt av Randi Hovde - statistikkansvarlig ved Oslo Børs ASA, og er tilgjengelig på deres hjemmesider – www.osloboers.no.

forpliktelser. Når det gjelder regelverkets anvendbarhet så stiller loven vilkår som krever en kvalifisert vurdering i hvert enkelt tilfelle. Det er en rettslig vurdering som må foretas, og denne kan til dels være vanskelig; særlig når man tar i betraktning at selve vurderingen av om innsidehandel og markedsmanipulasjon faktisk har forekommet kan være komplisert i seg selv, jfr. kapittel 3. Det er derfor viktig at bransjen fokuserer på opplæring av de enkelte rapporteringspliktige. God opplæring med fokus mot praktiske tilfeller vil sannsynligvis øke antall oppdagede tilfeller, samt at pliktsubjektene bevisstgjøres den rollen de er tildelt gjennom innføringen av rapporteringsplikten. Selv om vilkårene i bestemmelsen gjør anvendelsen av den litt vanskelig så er de nødvendige for å opprettholde en effektiv rapporteringsordning. Uten disse kunne det fort utviklet seg en ukritisk rapporteringskultur, med den følgen at tilsynsmyndighetenes kapasitet sprenges.

Det jeg særlig finner problematisk i forhold til rapporteringsplikten er hvordan kretsen av rapporteringspliktige er utformet, jfr. kapittel 5.2.2. Som nevnt så er hjemmelsgrunnlaget for å pålegge de enkelte ansatte en individuell rapporteringsplikt tynt, og en klarere angivelse av pliktsubjektene kunne i alle tilfeller vært ønskelig; særlig når man tar i betraktning at vphl. § 2-11 er et straffebud.

Jeg anser rapporteringsplikten for å være et nyttig og egnet verktøy for myndighetene i bekjempelsen av uønsket markedsatferd. Bestemmelsens vilkår og utforming bør ikke by på store praktiske problemer for lovanvenderne, og den umiddelbare utfordringen for tilsynsmyndighetene og bransjen er å innarbeide nødvendige og effektive rutiner slik at rapporteringsplikten blir en selvfølgelig del av alle verdipapirforetakenes hverdag.

7 LITTERATURLISTE

Norske lover

- 1902 lov 22. mai 1902 nr. 10: almindelig borgerlig straffelov (straffeloven).
- 1915 lov 13. august 1915 nr. 5: lov om domstolene (domstolloven).
- 1956 lov 7. desember 1956 nr. 1: lov om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v. (kredittilsynsloven).
- 1981 lov 22. mai 1981 nr. 25: lov om rettergangsmåten i straffesaker (straffeprosessloven).
- 1985 lov 21. juni 1985 nr. 83: lov om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper (selskapsloven).
- 1997 lov 13. juni 1997 nr. 45: lov om allmennaksjer (allmennaksjeloven).
- 1997 lov 19. juni 1997 nr. 79: lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven).
- 2000 lov 14. april 2000 nr. 31: lov om behandling av personopplysninger (personopplysningsloven).
- 2000 lov 17. november 2000 nr. 80: lov om børsvirksomhet m.m. (børsloven).
- 2003 lov 20. juni 2003 nr. 41: lov om tiltak mot hvitvasking av utbytte av straffbare handlinger m.v. (hvitvaskingsloven).
- 2005 lov 17. juni 2005 nr. 62: lov om arbeidsmiljø, arbeidstid og stillingsvern m.v. (arbeidsmiljøloven).

Forskrifter

- FOR 2003-12-10 nr. 1487: Forskrift om tiltak mot hvitvasking av utbytte fra straffbare handlinger mv. (hvitvaskingsforskriften).
- FOR 2005-07-01 nr. 785: Forskrift om markedsmissbruk og rapportering av mistenkelige transaksjoner.

Forarbeider

- NOU 1995:1 Investeringsforetak.
- NOU 1996:2 Verdipapirhandel.
- NOU 2003:15 Fra bot til bedring. Et mer nyansert og effektivt sanksjonssystem med mindre bruk av straff.
- NOU 2004:6 Mellom effektivitet og personvern. Politimetoder i forebyggende øyemed.
- NOU 2006:3 Om markeder for finansielle instrumenter. Gjennomføring av MiFID og transparency-direktivet.
- Ot. prp. nr. 7 (1990-1991) Domstolloven m.m. (advokatlovgivningen m.m.).
- Ot. prp. nr. 79 (1991-1992) Om lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v.
- Ot.prp. nr. 15 (1995-96) Om lov om endringer i lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel m.v.

- Ot. prp. nr. 29 (1996-97) Om lov om verdipapirhandel.
- Ot. prp. nr. 92 (1998-1999) Om lov om behandling av personvernopplysninger (personopplysningsloven).
- Ot. prp. nr. 80 (2000-2001) Om lov om endringer i lov 9. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (tiltak mot ulovlig innsidehandel m.v.).
- Ot. prp. nr. 72 (2002-2003) Lov om tiltak mot hvitvasking av utbytte fra straffbare handlinger m.v. (hvitvaskingsloven).
- Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet m.v.).
- Ot. prp. nr. 49 (2004-2005) Om lov om arbeidsmiljø, arbeidstid og stillingsvern m.v. (arbeidsmiljøloven).
- Innst. O. nr. 38 (2004-2005) Innstilling fra finanskomiteen om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet m.v.).

Konvensjoner etc.

Den europeiske menneskerettighetskonvensjon, 4. november 1950.

FNs internasjonale konvensjon om sivile og politiske rettigheter, 16. desember 1966.

Avtalen om europeisk økonomisk samarbeid (EØS-avtalen) 1. januar 1994.

Direktiver

- 91/308/EØF Rådsdirektiv av 10. juni 1991 om tiltak for å hindre at det finansielle system brukes til hvitvasking av penger (hvitvaskingsdirektivet).
- 2003/6/EF Europaparlaments- og rådsdirektiv av 28. januar 2003 om innsidehandel og markedsmanipulasjon (markedsmisbruk).
- 2003/124/EF Kommisjonsdirektiv av 22. desember 2003 om gjennomføring av europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/6/EF med hensyn til definisjon og offentliggjøring av innsideinformasjon og definisjon av markedsmanipulasjon.
- 2004/72/EF Kommisjonsdirektiv av 29. april 2004 om gjennomføring av europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/6/EF med hensyn til gjeldende markedspraksis, definisjon av innsideinformasjon i forbindelse med råvarederivater, utarbeiding av lister over personer som har tilgang til innsideinformasjon, melding om transaksjoner utført av personer med overordnet ansvar samt melding om mistenkelige transaksjoner.
- 2004/39/EC European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC

Rettspraksis

Rt. 1961 s. 212

Rt. 1975 s. 992

Rt. 1982 s. 241

Rt. 1993 s. 1302

Rt. 2000 s. 1181

HR-2006-01523-A

Utenlandsk rettspraksis

EMD 1993 A 256-A - Funke v. Frankrike

Rundskriv

Kredittilsynets rundskriv 9/2004 - Veiledning til ny lov og forskrift med tiltak mot hvitvasking av utbytte fra straffbare handlinger m.v.

Kredittilsynets rundskriv 14/2005 - Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 2 og 3.

CESR/04 – 505b Market Abuse Directive Level 3 – first set of guidance and information on the common operation of the Directive.

Bøker

Andenæs (2002) Johs. Andenæs, Norsk Straffeprosess Bind 1, 3. utgave, Oslo 2000.

Bechmann m. fl. (2002) Tor Bechmann m. fl., Verdipapirhandelloven – kommentarutgave, Oslo 2002.

Bergo (2004) Knut Bergo, Børs- og verdipapirrett, Oslo 2004.

Borgli/Arnesen (1993) Anneke Biesheuvel Borgli og Finn Arnesen, Institusjoner og Rettskildelære i EF og EØS – En Introduksjon, Oslo 1993.

Eckhoff (2001) Torstein Eckhoff, Rettskildelære, 5. utgave ved Jan E. Helgesen, Oslo 2001.

Eckhoff/Smith (2006) Torstein Eckhoff og Eivind Smith, Forvaltningsrett, 8. utgave, Oslo 2006

Hov (1999) Jo Hov, Rettergang II Straffeprosess, Oslo 1999.

Jakhelln/Aune (2006) Henning Jakhelln og Helga Aune, Arbeidsrett.no- kommentar til aml., 2. utgave, Oslo 2006.

Møse (2002) Erik Møse, Menneskerettigheter, Oslo 2002.

Ruud/Ulfstein (2001) Morten Ruud og Geir Ulfstein, Innføring i folkerett, 3. utgave, Oslo 2006.

Sæbø (1995) Rune Sæbø, Innsidehandel med verdipapir, Bergen 1995.

Artikler

Axelsen (2006) Niels Kristian Axelsen, En dirk mot en aksje I: Dagens Næringsliv 23. oktober 2006 s. 3.

Axelsen/Hopnes (2005) Niels Kristian Axelsen og Roald Hopsnes, Hvitvasking – om advokaters og fondsmegleres undersøkelses- og meldeplikt, Tidsskrift for Strafferett 1/2005 s. 9, Oslo 2005.

Nelken (2002) David Nelken, White collar crime, The Oxford Handbook of Criminologi s. 844, Oxford 2002.

Avisartikler

Dagens Næringsliv 21. august 2006 s. 6, Mistenkelige handler blir ikke meldt.

Dagens Næringsliv 21. august 2006 s. 8, En god tyster.

Dagens Næringsliv 22. august 2006 s. 5, Styrer unna gråmarkedet.

Avisartikler nett

E24 31. august 2006, Tidenes bonusår, <http://n24.no/naeringsliv/article1441774.ece>

E24 13. september 2006, Begynnerlønn: 1,2 millioner,
<http://n24.no/naeringsliv/article1456916.ece>

Nettsider

<http://www.cesr.org>

<http://www.cesr-eu.org>

<http://www.kredittilsynet.no>

<http://www.norex.com>

<http://www.odin.dep.no>

<http://www.ordbok.no>

<http://www.osloboers.no>

Annet

Financial Services Action Plan, EU-kommisjonen, Brussel 11. mai 1999.

Kredittilsynets høringsnotat – Forskrift om markedsmanipulasjon, rapportering av mistenkelige transaksjoner, investeringsanbefalinger m.v. – implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv m.v., Oslo 7. mars 2005.

Norsk Lovkommentar (Gyldendal Rettsdata), kommentarer til verdipapirhandelloven § 2-8, <http://www.reettsdata.no>

Oslo Børs ASAs årsrapport 2005.

Regjeringens handlingsplan mot økonomisk kriminalitet, Justis og politidepartementet, Finansdepartementet januar 2000.